

EMERSON LUÍS DAL POZZO

**SISTEMA DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE
SOCIEDADES ANÔNIMAS EM CONTEXTO DE CRISE**

**CURITIBA
2012**

EMERSON LUÍS DAL POZZO

SISTEMA DE RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE
SOCIEDADES ANÔNIMAS EM CONTEXTO DE CRISE

Dissertação apresentada como
requisito parcial de conclusão do
curso de Mestrado em Direito da
Universidade Federal do Paraná, sob
a orientação da Prof^a Dra. Marcia
Carla Pereira Ribeiro.

CURITIBA
2012

Agradeço a Deus pela proteção durante estes anos difíceis, a minha orientadora, Prof^a Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro, pela valiosa orientação e pela paciência, e à família, pelo apoio ininterrupto.

RESUMO

As sociedades anônimas, por seu porte, com orçamentos que superam o de muitos estados soberanos, e por sua expansão multinacional, colocam-se como os principais agentes do capitalismo moderno. Por outro lado, muitas das grandes sociedades anônimas internacionais têm capital pulverizado, com separação entre propriedade e controle, o que coloca em primeiro plano o papel dos administradores societários. A atuação destes, em última análise, determina os rumos da atuação societária e suas decisões podem ser causa última de grandes crises internacionais, como a recente crise do *subprime*. Portanto, a análise dos parâmetros jurídicos da atuação dos gestores, a partir de seus deveres fundantes, como diligência e lealdade, torna-se da maior relevância, permitindo que se possa pensar um modelo de responsabilidade dos dirigentes societários voltado à promoção de um desenvolvimento econômico sustentável.

Palavras-chave: sociedades anônimas, responsabilidade dos administradores, dever de diligência, *business judgment rule*.

ABSTRACT

The corporations, considering their size, with larger budgets than many sovereign states, and by their international expansion, show themselves as the main agents in modern capitalism. On the other hand, many of the large international corporations have their shares divided among a large number of shareholders, separating property and control, what brings to the forefront the role of their directors and officers. Their acting, ultimately, determines the way the corporation will follow and their decisions have the power to cause international economic crisis, like the recent *subprime* one. Therefore, the analysis of the legal parameters of management, from their basic duties, such as the duty of care and the duty of loyalty, becomes increasingly relevant, allowing the development of a liability model for directors and officers inclined to the promotion of a sustainable economic development.

Keywords: corporations, directors and officers liability, duty of care, *business judgment rule*.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. ESTRUTURA ADMINISTRATIVA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS	10
2.1. Natureza institucional.....	11
2.1.1. Brevíssimas considerações sobre a origem das sociedades anônimas	12
2.1.2. O contratual e o institucional.....	15
2.1.3. Governança Corporativa.....	21
2.2. Órgãos administrativos	24
2.2.1. Visão orgânica	25
2.2.2. Dos órgãos administrativos em si	28
2.3. Conselho de Administração	29
2.3.1. Composição	30
2.3.1.1. Representação dos empregados	32
2.3.1.2. Mecanismos de participação dos minoritários	34
2.3.2. Competência.....	36
2.3.3. Modo de atuação	37
2.3.4. Conselho de administração e Governança Corporativa.....	38
2.3.5. Considerações acerca da relevância e atuação	40
2.4. Diretoria	45
2.4.1. Composição.....	46
2.4.2. Competências e modo de atuação	47
2.4.3. Diretoria e Governança Corporativa	48
2.4.4. Considerações sobre a atuação da diretoria	50
2.5. Normas comuns aos administradores.....	51
2.5.1. Requisitos e impedimentos	51
2.5.2. Da garantia	52

2.5.3. Da investidura	53
2.5.4. Substituição e termo final da gestão	53
2.5.5. Da renúncia	54
2.5.6. Da remuneração	54
3. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES.....	56
3.1. Deveres.....	57
3.1.1. Dever de diligência	59
3.1.1.1. Aspectos do dever de diligência	61
3.1.1.2. Dever de qualificação para o exercício	61
3.1.1.3. Dever de bem administrar.....	65
3.1.1.4. Dever de se informar	66
3.1.1.5. Dever de investigação	66
3.1.1.6. Dever de vigilância.....	68
3.1.1.7. O <i>duty of care</i> positivado no direito estadunidense	68
3.1.1.8. A <i>Business Judgment Rule</i>	69
3.1.1.9. Referencial histórico	70
3.1.1.10. Conteúdo da regra	72
3.1.1.11. Suporte racional.....	75
3.1.1.12. Aplicabilidade a conselheiros e diretores.....	76
3.1.1.13. Aplicabilidade da regra para além do dever de diligência.....	76
3.1.1.14. Aplicabilidade no ordenamento brasileiro	77
3.1.2. Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder	78
3.1.2.1. Da finalidade das atribuições.....	79
3.1.2.2. Dos atos <i>ultra vires</i>	79
3.1.2.3. Do desvio de poder.....	83
3.1.2.4. Administradores eleitos por grupo ou classe de acionistas	84
3.1.2.5. Vedações legais à atuação do administrador	85

3.1.2.6. A questão da responsabilidade social.....	86
3.1.3. Dever de Lealdade.....	87
3.1.3.1. Dever de servir com lealdade à companhia.....	88
3.1.3.2. Usurpação de oportunidades da companhia	89
3.1.3.3. Omissão no aproveitamento de oportunidades da companhia	91
3.1.3.4. Vedação da aquisição de bens de interesse da companhia para revenda lucrativa	91
3.1.3.5. Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (sigilo)	92
3.1.3.6. Dever de zelo quanto ao sigilo em relação a subordinados e terceiros da confiança do administrador	94
3.1.3.7. Configuração da responsabilidade.....	95
3.1.3.8. Vedação genérica à utilização de informações não divulgadas....	95
3.1.3.9. Conflito de interesses	96
3.1.4. Dever de informar	97
3.1.4.1. Dever de informar os acionistas.....	98
3.1.4.2. Dever de informar o mercado	101
3.1.4.3. Possibilidade de sigilo.....	104
3.1.4.4. Momento em que nasce o dever de informar.	104
3.2. Responsabilidades dos Administradores	105
3.2.1. Esferas de responsabilidade.....	105
3.2.2. Responsabilidade civil	106
3.2.3. Responsabilidade subjetiva e objetiva	107
3.2.4. Obrigação de meio <i>versus</i> obrigação de resultado.....	111
3.2.5. Da responsabilidade por atos de outros gestores.....	112
3.2.6. Da ocorrência de solidariedade	112
3.2.7. Ação de responsabilidade.....	114
3.2.7.1. A ação social.....	115

3.2.7.2. Necessidade de deliberação da assembleia.....	116
3.2.7.3. Do impedimento dos administradores.....	117
3.2.7.4. Da ação social <i>ut universi</i>	117
3.2.7.5. Da ação social <i>ut singuli</i>	119
3.2.7.6. Da ação individual.....	120
3.2.8. Peculiaridades da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras.....	121
3.2.9. Do Judiciário, dos deveres e da responsabilidade dos administradores	124
4. CONSIDERAÇÕES CRÍTICAS SOBRE OS DEVERES E AS RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES SOCIETÁRIOS	126
4.1. A crise do subprime	126
4.1.1. Impacto da crise.....	129
4.1.2. Impacto econômico: exemplos brasileiros	133
4.1.3. Crise como efeito de normas jurídicas.....	135
4.1.4. Crise e responsabilidade dos administradores	137
4.2. Limitações da Responsabilidade civil.....	138
4.3. Deveres, responsabilidade e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	141
4.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários	142
4.3.2. Atuação da CVM no caso Sadia	146
4.4. Responsabilidade do gestor societário e responsabilidade do administrador público	150
4.4.1. Princípios informantes da gestão do administrador público.....	151
4.4.2. Lei de responsabilidade fiscal	153
4.4.3. Lei de improbidade administrativa	155
4.4.4. Considerações	157
4.5. Necessidade de uma leitura econômica dos deveres e responsabilidades dos administradores.....	159

4.5.1. A Nova Economia Institucional	159
4.5.2. Análise Econômica do Direito (AED)	161
4.5.3. Relevância de se analisar economicamente os deveres e responsabilidades dos gestores societários	166
4.6. Função social como parâmetro da atuação dos gestores.....	169
4.6.1. O conteúdo da função social e da função social da empresa.....	171
4.6.2. Função social e preservação da empresa	177
4.6.3. Função social e gestão empresarial	178
5. CONCLUSÃO	183
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	186

1. INTRODUÇÃO

A análise do desenvolvimento das sociedades comerciais no curso da história faz transparecer uma tendência à diminuição da responsabilidade dos seus sócios, justificada pela necessidade de atração de investimentos.

E a dimensão da responsabilidade passou a traduzir proporcionalidade inversa em relação ao porte dos empreendimentos societários, que das pequenas associações rumaram às grandes companhias, com patrimônios bilionários, que hodiernamente representam o papel de principais atores do mundo capitalista.

A trajetória das companhias, no entanto, como é do substrato do sistema capitalista, intercala momentos de prosperidade com grandes crises, que acabam por reconfigurar o sistema econômico. Destas, é sempre paradigmática a crise de 1929, que sepultou o liberalismo clássico.

Neste esteio, aos 14 dias do mês de setembro de 2008, o *The New York Times*, em sua edição virtual, trazia a manchete: *Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold*¹.

Grandes símbolos do capitalismo internacional, incluindo bancos internacionais de renome, casos do *Lehman Brothers* e do *Merrill Lynch*, e até a pujante indústria automobilística norte-americana viram-se próximos da bancarrota e o *Chapter Eleven*² passou a assombrar grande número de empresas.

Deflagrava-se nova crise econômica internacional, logo comparada à quebra da Bolsa de *New York* de 1929, mas com uma diferença essencial: na crise de 1929 o mundo não tinha o atual nível de globalização.

¹ SORKIN, Andrew Ross. *Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold*. Publicada em **The New York Times**, aos 14 dias de setembro de 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html>>. Acesso em: 23 de abril de 2009. A notícia sentenciava: “*In one of the most dramatic days in Wall Street’s history, Merrill Lynch agreed to sell itself on Sunday to Bank of America for roughly \$50 billion to avert a deepening financial crisis, while another prominent securities firm, Lehman Brothers, filed for bankruptcy protection and hurtled toward liquidation after it failed to find a buyer.*”

² Capítulo da legislação falimentar estadunidense que trata da recuperação judicial das empresas.

A globalização alastrou a crise e causou verdadeiro efeito dominó, notadamente porque o setor que apresentou impactos mais devastadores foi o financeiro, que é interligado em escala internacional.

Desvendar as causas e prever as conseqüências com exatidão científica é tarefa ainda inviável, considerando que a situação de crise ainda não alcançou seu desfecho, apesar dos sinais de recuperação.

Algo, contudo, é insofismável: a crise passou pelos processos de tomada de decisões das grandes corporações internacionais.

A sanha por índices de lucratividade há décadas não vistos levou administradores à adoção de medidas em série que incrementaram a grande bolha cuja explosão deflagrou a situação de crise.

O controle das decisões das grandes companhias passou a ser socialmente relevante a partir do crescimento que estas alcançaram justamente no movimento de integração global e o aumento do número de gigantes multinacionais.

Há uma Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000), uma Lei de Improbidade Administrativa (Lei nº 8.429, de 02 de junho de 1992). Há legislativos federal, estadual e municipal. Há um Tribunal de Contas da União e há Tribunais de Contas Estaduais. Tudo visando a controlar os atos dos administradores no setor público.

E no setor privado? A discricionariedade é plena? O impacto das decisões bem demonstra que não. A responsabilidade dos administradores deve ser repensada, sempre tendo em mente o anseio de não afastar os intelectualmente capazes das funções administrativas, mas ao mesmo tempo não garantindo uma carta-branca que conduza a novas catástrofes econômicas internacionais como as que se vive.

Uma decisão financeira exarada pelo diretor de uma grande companhia pode ser mais relevante, no quesito impacto econômico, do que a dos gestores de diversos entes públicos.

A *ExxonMobil*³, *i. e.*, tem valor de mercado superior a 335 bilhões de dólares. A *PetroChina* alcança os 270 bilhões. Instituições financeiras como o

³ Dados da *Forbes*, disponíveis em <http://www.forbes.com/lists/2009/18/global-09_The-Global-2000_MktVal.html>.

Royal Bank of Scotland (3,5 trilhões de dólares), *Barclays* (2,9 trilhões de dólares) e *Deutsche Bank* (2,9 trilhões de dólares) têm ativos que ultrapassam a marca dos trilhões. A lista das maiores companhias do mundo da *Forbes Global 2000* aponta que, no total, as companhias listadas alcançam faturamento de 32 trilhões de dólares, lucro de 1,6 trilhão de dólares, ativos de 125 trilhões de dólares e valor de mercado de 20 trilhões de dólares⁴.

Decisões que passam pelos órgãos administrativos destas companhias, cuja atuação é mais abrangente do que a de alguns governos soberanos, pois não se restringe às fronteiras nacionais, têm impacto potencialmente devastador em relação às relações de consumo, relações de trabalho e ao meio ambiente, sendo determinantes para a configuração social e econômica de toda uma era.

Neste contexto, a atenção à função social da empresa torna-se imperativa. Mais: torna-se imperativa a própria configuração de uma função social da empresa, que não pode atuar voltada a um ideário de produção de resultados positivos de curto prazo, mas que também não pode ficar submetida, no seu exercício, a um conceito vago e suas conseqüências. E, dada uma função social, incumbe aos gestores a responsabilidade pela sua consecução.

Traz-se a lume a ponderação necessária entre a necessidade de garantir uma autonomia privada e, ao mesmo tempo, um controle rigoroso o bastante para permitir responsabilizar os administradores não apenas em relação às perdas causadas aos acionistas, mas também à sociedade como um todo, exigindo uma atuação voltada ao desenvolvimento sustentável.

Para tanto, o primeiro capítulo será dedicado ao delineamento estrutural da administração das sociedades anônimas, expondo a natureza institucional das sociedades por ações, seus órgãos administrativos essenciais (conselho de administração e diretoria), além das normas que são comuns a todos os administradores.

O capítulo seguinte tratará especificamente dos deveres e das responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas, expostos os

⁴ Disponível em <<http://www.forbes.com/2009/04/08/worlds-largest-companies-business-global-09-global-intro.html>>.

primeiros a partir do rol legal: dever de diligência, em seus múltiplos aspectos e a *business judgment rule*; finalidade das atribuições e desvio de poder, em que se inclui a teoria dos atos *ultra vires*; dever de lealdade em suas múltiplas faces, como o conflito de interesses; e, por fim, o dever de informar. A seguir, apresentar-se-á as esferas de responsabilidade, enfatizando a responsabilidade civil, para enfim tratar da ação social com vistas à promoção desta modalidade de responsabilização.

O terceiro e último capítulo trará considerações críticas acerca da configuração atual dos deveres e da responsabilidade dos administradores no direito brasileiro, iniciando com uma leitura da crise do *subprime* e seus impactos econômicos. Em seguida, apontar-se-ão as limitações de um modelo de responsabilidade calcado na responsabilidade civil, bem como a atuação da Comissão de Valores Mobiliários na fiscalização do respeito aos deveres dos dirigentes de sociedades anônimas abertas. Far-se-á, ainda, cotejo entre a responsabilidade do gestor societário e a responsabilidade do administrador público, para enfim tratar da Análise Econômica do Direito (AED) como ferramenta para a construção de um sistema eficaz de deveres e responsabilidades. Por fim, abordar-se-á o respeito à função social como dever dos administradores, configurada esta a partir de variáveis econômicas, disponibilizadas pela AED e voltada à consecução do desenvolvimento sustentável.

2. ESTRUTURA ADMINISTRATIVA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Nas palavras de Fábio Konder COMPARATO, caso se queira “indicar uma instituição social que, pela sua influência, dinamismo e poder de transformação, sirva como elemento explicativo e definidor da civilização contemporânea, a escolha é indubitável: essa instituição é a empresa”⁵.

Neste esteio, o foco do presente estudo são as sociedades anônimas abertas⁶, em especial aquelas de grande porte e com capital negociado em bolsa. O recorte se justifica por conta de que o estudo dos deveres e responsabilidades dos administradores que ora se propõe se fundamenta no impacto sócio-econômico das decisões tomadas pelos gestores, especialmente em razão da crise econômica que eclodiu em meados de setembro de 2008⁷.

Ainda que o regime jurídico das sociedades anônimas permita albergar também sociedades de pequeno e médio porte⁸, as de maior porte é que inspiram maior cuidado e demandam atenção central, especialmente por sua atuação multinacional, pela relevância que têm nas redes de consumo e emprego locais, pela geração de receitas tributárias e pelo seu potencial de geração de desenvolvimento sócio-econômico sustentável.

São também as sociedades de maior porte aquelas que têm uma formatação administrativa mais elaborada, contando com conselho de administração com representação de majoritários e minoritários (por vezes incluindo representação de empregados), múltiplas diretorias com

⁵ COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa, **Revista de Direito Mercantil**, p. 57.

⁶ Nos termos legais, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, nos termos do art. 4º da Lei das Sociedades por Ações, em redação dada pela Lei nº 10.303/2001.

⁷ De se ter em vista, aliás, que “os interesses em causa na companhia aberta não são privativos dos acionistas”, pois “[h]á um interesse público na atuação da companhia aberta, dada a captação da economia popular por ela realizada”, o que justifica “a existência de normas específicas quanto à responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, assim como um sistema de fiscalização permanente exercido pela CVM” (EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa dos diretores de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 46-47).

⁸ Vale, aqui, ter em vista a observação de Rubens REQUIÃO: “Afirma-se que as sociedades anônimas são constituídas *cum intuitu pecuniae*. Não é bem assim: vale esclarecer. Nem todas as sociedades anônimas são constituídas tendo em consideração apenas o *capita*; muitas, a maior parte delas, se forma *cum intuitu personae*. Assim é no Brasil, e em outros países. A estrutura jurídica da sociedade anônima se presta, também, excelentemente, para os intuitos pessoais dos acionistas, inclusive tendo em consideração interesses de grupo familiar” (A sociedade anônima como “instituição”. **Revista de Direito Mercantil**, p. 25.

competências especificadas (com conseqüências para fins de determinação de responsabilidade, como, *e.g.*, a questão da Sadia no pós-*subprime*, que será tratada *infra*), comitês variados e conselho fiscal atuante.

E tratar dos deveres e das responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas exige prévia análise da formatação estrutural da gestão destes entes societários, delimitando seus órgãos gestores e delineando suas competências, de modo a entabular os papéis efetivamente desempenhados por cada um deles e, nesta exata extensão, compreender-lhes a responsabilidade.

Por estrutura administrativa das sociedades anônimas pode-se entender, em sentido lato, todos os órgãos que têm previsão legislativa (assembleia geral, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), ou em sentido estrito, referindo-se apenas aos órgãos “diretamente incumbidos de gerir os bens e interesses sociais (...) ou seja, o conselho de administração e a diretoria”⁹, adotando-se, para os fins do presente estudo, a orientação estrita.

Destarte, dedicar-se-á o presente capítulo à análise da natureza institucional das sociedades anônimas, a modalidade administrativa adotada pelo direito brasileiro e a análise específica dos dois órgãos com funções que podem ser consideradas especificamente administrativas: o conselho de administração e a diretoria.

2.1. Natureza institucional

É rico o debate quanto à condição institucional das sociedades anônimas, normalmente posta em contraponto com a condição contratual das sociedades limitadas. O tópico em si poderia ser objeto de obra de fôlego e não será aqui esmiuçado em suas particularidades, mas em alguns aspectos que se tem como essenciais para se compreender a condição de instituição e a dose de transcendência desta em relação aos seus acionistas.

⁹ BARRETO FILHO, Oscar. Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 65.

2.1.1. Brevíssimas considerações sobre a origem das sociedades anônimas

As sociedades anônimas estão sujeitas à mutabilidade típica dos institutos do Direito Comercial, cuja maleabilidade às necessidades econômicas é dos seus traços fundamentais.

Mas é firme, desde a origem, a vocação das sociedades anônimas aos grandes empreendimentos¹⁰, à necessidade de aglutinação de esforços e capitais, embora a estrutura permita, como é comum no Brasil, sua utilização em empreendimentos de pequeno e médio porte.

Sua estrutura, a propósito, é não mais que uma facilitadora jurídica da congregação de capitais de fontes variadas para fins de se atingir o grau de capitalização necessário para empreender em grande escala.

A própria origem é reveladora deste traço, radicando-se no colonialismo europeu do século XVII¹¹, quando se teve, *e. g.*, a fundação da Companhia das Índias Orientais, em 1602¹², e da Companhia das Índias Ocidentais, em 1621, ambas nos Países Baixos, sendo escopo desta última o patrocínio da conquista do Brasil¹³, derivando também de lá o próprio termo que daria origem à nomenclatura atual, pois a fração mínima de capital era denominada *aktie*¹⁴.

Sobreleva destacar, aliás, tratar-se a primeira sociedade anônima de uma sociedade de economia mista. E o vínculo estreito com o ente político em cuja esfera costumavam se inserir remanesceu por séculos, constituindo-se sociedades anônimas apenas por regime de *privilégio* outorgado pelo soberano, como no caso da França.

¹⁰ Conforme afirmam AULETTA ,Giuseppe; SALANITRO, Niccolò. **Diritto Commerciale**, p. 112: “La società per azioni, in virtù dell'assoluta mancanza di responsabilità personale dei soci e della perfetta alienabilità delle quote rappresentate da azioni, appare il tipo più datto per la costituzione delle grandi imprese”.

¹¹ É comum a menção à *Casa di San Giorgio* como primeira sociedade anônima conhecida, sendo, contudo, de se refutar a constatação, na esteira de REQUIÃO, citando Escarra, para quem a Casa “não era nem sociedade comercial, nem sociedade por ações” (**Curso de Direito Comercial**, p. 3).

¹² ASCARELLI, Tulio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**, p. 452, aponta que as companhias coloniais traziam, desde aí, os traços fundamentais das sociedades anônimas modernas, como a limitação da responsabilidade dos sócios e a divisão do capital em ações.

¹³ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 4.

¹⁴ JOÃO, Juliana. **Evolução Histórica das Sociedades Empresárias**, p. 20.

A efervescência política naquele país, ao final do século XVIII fez malograr o regime de privilégio, instituindo-se a plena liberdade de criação¹⁵, na esteira da bandeira revolucionária, para pouco depois se tornar imperativa uma revisão, *ex vi* dos abusos cometidos¹⁶, instituindo-se, então, uma segunda etapa, não mais de *privilégio*, mas de *autorização*¹⁷, formatado nos termos do artigo 37 do antigo *Code de Commerce* francês, texto normativo que previa a necessidade de autorização governamental para a criação de sociedade anônima¹⁸.

Esse período viu florescer grande número de sociedades em comandita por ações em terras francesas, pois, voltadas a empreendimentos de médio porte, independiam da autorização estatal e, portanto, dos entraves burocráticos que ela ensejava, já que além de lenta a concessão, poder-se-ia cassá-la a qualquer tempo¹⁹.

A Lei de 24 de julho de 1867, nas palavras de Jean ESCARRA, “data célebre na história do direito comercial”²⁰, trouxe em definitivo o regime de *liberdade*, ora condizente com o nível de maturidade econômica francês, abrogando o antigo artigo 37 por força de seu artigo 21, que asseverava que as sociedades anônimas futuras poderiam ser formadas sem autorização governamental²¹.

A ab-rogação da necessidade de autorização inaugurou a terceira e até o momento derradeira etapa do desenrolar histórico das sociedades anônimas²².

O regime de plena liberdade, contudo, não é absoluto e a inauguração de um novo sistema predominante não implica o completo abandono do anterior, podendo-se afirmar, com REQUIÃO, que seguem presentes os

¹⁵ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 5.

¹⁶ A presença dos abusos que acabaria por conduzir à derrocada desta primeira tentativa de liberdade denota, sob certa ótica, que a realidade econômica não estava pronta para a plena liberalização, o que expressa a importância do contexto econômico ao se pensar as normas jurídicas, em especial, aqui, aquelas de Direito Comercial, que tradicionalmente vão dos hábitos para a norma e não no caminho inverso, sob pena de previsível malogro.

¹⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 5.

¹⁸ Dispunha o referido artigo que “La société anonyme ne peut exister qu’avec l’autorisation du gouvernement et avec son approbation pour l’acte qui la constitue”.

¹⁹ ESCARRA, Jean. **Cours de Droit Commercial**, p. 287-288.

²⁰ Idem, p. 289.

²¹ “A l’avenir, les sociétés anonymes pourront se former sans l’autorisation du gouvernement”.

²² REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 6.

privilégios, de que são exemplo as sociedades anônimas estatais, instituídas por força de lei, bem como as *autorizações*, no caso das sociedades anônimas bancárias²³, cada uma com escopos específicos e atendendo a ditames que têm em vista seu potencial impacto de mercado (instituições financeiras, sob esta ótica, demandam redobrada atenção) ou para o atendimento de finalidades político-sociais (vide o caso das sociedades de economia mista no Brasil, criadas para a promoção de desenvolvimento sócio-econômico, controle de atividades tidas como estratégicas ou mesmo garantir a produção de bens e serviços voltados à população dos estamentos sociais menos privilegiados²⁴).

Hoje, como se apontou, a *ExxonMobil*²⁵, *i. e.*, tem valor de mercado superior a 335 bilhões de dólares. Outras tantas têm ativos que ultrapassam a marca dos trilhões. A lista das maiores companhias do mundo da *Forbes Global 2000* aponta que, no total, as companhias listadas alcançam faturamento de 32 trilhões de dólares, lucro de 1,6 trilhão de dólares, ativos de 125 trilhões de dólares e valor de mercado de 20 trilhões de dólares²⁶.

Decisões que passam pelos altos executivos²⁷ destas companhias, cuja atuação pode ser mais abrangente do que a de certos governos soberanos, pois não se restringe às fronteiras nacionais, podem ter impacto em relação às relações de consumo, relações de trabalho e ao meio ambiente, sendo determinantes para a configuração social e econômica de toda uma era.

Neste esteio, como lembra REQUIÃO, é “indeclinável reconhecer que a sociedade anônima gigante, aberta à subscrição popular, não pode ser considerada como uma empresa privada qualquer”²⁸. Ainda nesta esteira, Alfredo LAMY FILHO, destacava, no final da década de 1970, que vivemos

²³ Idem, *ibidem*.

²⁴ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista & Empresa Privada**, p. 81.

²⁵ Dados da *Forbes*, disponíveis em <http://www.forbes.com/lists/2009/18/global-09_The-Global-2000_MktVal.html>.

²⁶ Disponível em <<http://www.forbes.com/2009/04/08/worlds-largest-companies-business-global-09-global-intro.html>>.

²⁷ Os Chief Executive Officers das companhias estadunidenses também assumiram as manchetes da discussão da crise porque, malgrado as empresas passassem por situações pré-falimentares, estes seguiam recebendo polpidos bônus, tidos como escandalosos, e cuja limitação é tema em voga (vide DILLON, Karen. A nova batalha sobre o salário dos executivos. **Harvard Business Review**, v. 87, nº 9, set. 2009).

²⁸ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 7.

“sob o signo da empresa”²⁹, uma vez que esta, especialmente em sua forma atual de macroempresa, “não [é] só a célula de base de toda a economia” como também “a fonte de conflitos sociais, de realização e de promoção do homem moderno, ou de sua anulação e destruição, em escala inimaginável há menos de um século”³⁰. E a forma jurídica típica da macroempresa é a sociedade anônima.

Não que se deva transportá-la da seara privada para a seara pública, em empreitada de planificação da economia que a história parece ter sepultado em definitivo, mas sim de tomá-la em sua dimensão de ente privado de forte relevância pública, assumindo mesmo a face de entes *quase-públicos* (a expressão é de BERLE & MEANS), o que exige do Direito trato refinado, voltado à otimização da eficácia econômico-social, ao respeito a sua função social, vista como um “*poder-dever* do proprietário, sancionável pela ordem jurídica”³¹.

2.1.2. O contratual e o institucional

As concepções típicas acerca da natureza das sociedades opõem *contratualismo* e *institucionalismo*. A natureza contratual e a natureza institucional do ente societário impactam na concepção de interesse social.

Tratando do contratualismo clássico, aponta-se o sistema italiano, que não vê interesse social acima (relação de verticalidade) do interesse dos sócios. Interesse dos sócios que pode ser pensado como aquele dos sócios presentes ou dos sócios futuros³².

Destaque para a teoria do contrato *plurilateral*, da lavra de Tullio ASCARELLI, que revitalizou a teoria contratualista³³ e que supera a questão da oposição clássica de partes, típica dos contratos de permuta, expondo nova formatação, em que cada parte tem direitos e obrigações não frente a uma,

²⁹ LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, o empresário e a nova Lei de S.A., **Revista Forense**, p. 43.

³⁰ Idem, p. 45.

³¹ COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção, **Revista de Direito Mercantil**, p. 75.

³² SALOMÃO FILHO, Calixto. O **Novo Direito Societário**, p. 26-27.

³³ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Op. cit.**, p. 20.

mas frente a todas as demais³⁴, havendo como elemento de unidade uma *comunhão de fim* entre as partes signatárias³⁵, cujos direitos não se distinguem qualitativa, mas quantitativamente, pois as partes gozam de direitos do mesmo tipo, como participação em lucros³⁶, que varia em sua proporção, mas que é direito inarredável de todo sócio³⁷.

Na modalidade contratual, aponta SALOMÃO FILHO, mencionando Jaeger, ao talante dos sócios atuais fica adstrito o interesse social, modificável a qualquer tempo, à mercê dos interesses destes³⁸, de acordo com as regras contratualmente estabelecidas de modificação das condições do ato constitutivo³⁹. Mesmo as versões mais elaboradas do contratualismo, como a indigitada teoria do *contrato plurilateral*, têm como foco apenas o interesse dos sócios, que se unem e *contratam* com o fito de realização de um *fim comum*.

É inegável o valor histórico das concepções contratualistas. A própria sociedade anônima surgiu, como aponta RIPERT, da prática fundada na liberdade contratual e foi em nome desta liberdade que se pleiteou a supressão da necessidade de autorização para sua constituição, na França, em 1867⁴⁰.

Mas a concepção não sobrevive à integração das sociedades com o mercado de capitais, impedindo que a sociedade aberta se curve apenas ao interesse dos sócios atuais, uma vez que o sistema legal as organiza, no caso específico das sociedades anônimas abertas, para a captação de recursos financeiros no mercado, exigindo um policiamento de sua atuação de modo a que considerem interesses que extravasam o a composição societária atual, algo que se dá mesmo em países como os Estados Unidos da América, em que a liberdade privada é vista como verdadeiro dogma moral e político, mas

³⁴ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**, p. 268.

³⁵ Idem, p. 271.

³⁶ Idem, p. 275.

³⁷ O sistema brasileiro, neste esteio, prevê, no artigo 1.008 do Código Civil, que é nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas.

³⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, p. 28.

³⁹ As decisões das sociedades limitadas, de estrutura tipicamente contratual, e.g., são tomadas pela maioria de votos dos presentes, enquanto regra geral, nos termos do artigo 1.076, III, do Código Civil, salvo matérias com exigência de quóruns específicos (1.076, I e II, combinado com 1.071 e incisos).

⁴⁰ RIPERT, G.; ROBLOT, R. **Traité de droit commercial**, p. 283

que, desde 1934, conta com agência governamental, a *Security and Exchange Comission*, com o escopo de fiscalizar e sanear o mercado e seus agentes⁴¹.

O próprio Jaeger revisou sua concepção, adotando a maximização do valor das ações do sócio (*shareholder value*) como pauta do interesse social⁴², algo com “efeitos teóricos e práticos extremamente deletérios”⁴³, do que dão nota escândalos recentes apontando maquiagens de balanço, ou mesmo a adoção como regra de comportamentos oportunistas voltados à geração de resultados de curto prazo, sem uma visão de sustentabilidade sócio-econômica⁴⁴.

Uma visão *contratualista* se coaduna com sociedades de menor porte, como tipicamente se apresentam as sociedades limitadas e mesmo algumas sociedades anônimas de menor porte, normalmente fechadas, que se relacionam com menor número de atores sociais e, portanto, podem ser tidas mais como uma relação entre sócios.

Isto sem jamais olvidar que o porte social é relativo, podendo sociedades de menor porte em visão *macro* representarem muito para comunidades menores, pouco importando se sob a roupagem de sociedades limitadas ou anônimas⁴⁵. Assim, malgrado admissível serem pensadas mais como *contrato* do que como *instituição*, também precisam se manter alinhadas a uma função social⁴⁶ que, impende recordar, tem derivação constitucional.

Em contraponto, a concepção *institucional*, de origem alemã, recua à formulação de Rathenau da doutrina da *Unternehmen an sich* (empresa em si)⁴⁷, após a Primeira Grande Guerra, e que via nas grandes sociedades alicerces para a reconstrução nacional⁴⁸, estando voltada à elaboração jurídica

⁴¹ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 21.

⁴² SALOMÃO FILHO, Calixto. **Op. cit.**, p. 30.

⁴³ Idem, p. 30.

⁴⁴ Sustentabilidade, para fins do presente estudo, será sempre vista em sentido abrangente, não se limitando a sua típica acepção ambiental, mas estendendo-se a compromissos sociais e à própria rentabilidade da empresa no médio e longo prazo.

⁴⁵ Considere-se, hipoteticamente, uma sociedade empresária que seja única adquirente da produção leiteira de um município essencialmente agrícola de pequeno porte. As decisões de seus gestores não assumem grande abrangência territorial, mas o destino da empresa é crucial para toda a comunidade municipal que a circunda, o que explicita a transcendência do interesse social frente aos interesses pessoais de seus sócios.

⁴⁶ A função social da empresa será objeto específico de tópico *infra*.

⁴⁷ LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. Relato breve sobre Walther Rathenau e sua obra: “A Teoria da Empresa em Si”, **Revista de Direito Mercantil**, p. 201.

⁴⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. O **Novo Direito Societário**, p. 31.

da “função econômica, de interesse público e não meramente privado, da macroempresa”⁴⁹, numa leitura eminentemente publicista das questões societárias.

Nas palavras do próprio RATHENAU, a grande empresa não seria mais uma

estrutura exclusiva dos interesses de direito privado, mas muito mais, tanto individualmente quanto em seu conjunto, um fator da economia nacional, pertencente à totalidade, que ainda carrega consigo em razão de sua origem, por direito ou não, traços de direito privado de uma pura empresa lucrativa, enquanto se tornou há muito e em crescente medida útil a interesses públicos e, assim, criou uma nova situação jurídica⁵⁰.

Dita visão, de interessante apelo, acabava por hipertrofiar o papel da administração e minimizar o dos acionistas, porque desvinculava totalmente a propriedade da gestão, a ponto de desconsiderar os interesses pessoais dos investidores (a empresa deveria se dedicar ao socialmente útil), o que lhe rendeu posterior descrédito.

Rubens REQUIÃO aborda criticamente os postulados de um institucionalismo mais radical, que aponta poder se sintetizar na conhecida frase de que a empresa da navegação da Hamburgo, a *Nordeutsche Lloyd*, não existiria para distribuir dividendos, mas para organizar as linhas de navegação⁵¹.

Para o autor, dita visão “tornaria ilógicas as relações entre os acionistas e a sociedade anônima aberta”⁵², por conta de, no momento da constituição, serem estes chamados a subscrever o capital com seus recursos, não fazendo sentido excluir seus interesses pessoais na gestão societária.

O período subsequente tem como traço distintivo o surgimento de normas voltadas à regulamentação da atuação dos trabalhadores nos órgãos gestores das companhias (*Mitbestimmungsgesetze*), o que representa, ainda,

⁴⁹ Idem, p. 32.

⁵⁰ RATHENAU, Walter. Do sistema acionário – uma análise negocial. **Revista De Direito Mercantil**, p. 214.

⁵¹ REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como “instituição”, **Revista de Direito Mercantil**, p. 29.

⁵² Idem, ibidem.

um desenrolar da doutrina anterior⁵³, procurando compor algumas de suas deficiências, como o excessivo poder dado ao *Vorstand*⁵⁴.

Assim, instituiu-se, na Alemanha, primeiramente a obrigação de participação dos trabalhadores em modelo de gestão paritária nas sociedades anônimas vinculadas à exploração de carvão e aço, por conta de debate inaugurado no segundo pós-guerra, voltado à reconstrução nacional e que inspirou a co-gestão, tendo como pano de fundo os impasses entre empregados e patrões nas regiões da bacia do Reno e do vale do Ruhr⁵⁵. Posteriormente, determinou-se a representação minoritária dos trabalhadores em todas as sociedades que superassem o número de quinhentos empregados para, enfim, em 1976, instituir-se a quase-paridade nas empresas que tinham dois mil empregados ou mais⁵⁶.

A par de uma leitura político-ideológica, representam o definitivo entronamento do institucionalismo naquele país, ainda que de cunho menos publicista do que o da *Unternehmen na sich*, passando a buscar “um interesse concebido como harmônico e comum aos interesses dos vários tipos de sócios e dos trabalhadores e que se traduz no interesse à preservação da empresa”⁵⁷.

Denota-se como *organizativo* o indigitado modelo de institucionalismo daí proveniente, pois busca organizar a estrutura societária de modo a providenciar a necessária harmonia entre os interesses envolvidos. Ao lançar os empregados às bancadas da gestão, o Direito Alemão elevou a própria complexidade dos conflitos de interesses, reforçando a natureza institucional e, com ela, a *transcendência* da sociedade com relação aos sócios.

Configura-se o senso de que, sob a ótica institucional, a organização não persiga apenas a lucratividade a que fazem jus os que investiram na atividade⁵⁸, mas se tenha também em vista a consecução de um “um

⁵³ LAUTENSCHLEGER JR., Nilson, **Op. cit.**, p. 201.

⁵⁴ *Vorstand* é órgão administrativo das sociedades anônimas alemães com configuração próxima à do conselho de administração do direito brasileiro.

⁵⁵ REQUIÃO, Rubens. A Co-Gestão (a função social da empresa e o estado de direito). **Revista Forense**, p. 35.

⁵⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, p. 231.

⁵⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. O **Novo Direito Societário**, p. 34.

⁵⁸ Como aponta Arnaldo WALD: “Essa aparente torre de Babel [dos interesses envolvidos na empresa] faz com que, no direito contemporâneo, já se considere a obtenção do lucro como não sendo necessariamente o objetivo único da sociedade, embora constitua fator indispensável para garantir o seu autofinanciamento e a sua independência (...) cabendo ao

desenvolvimento econômico e social mínimo em retribuição ao que a sociedade suporta pela exploração daquela atividade”⁵⁹.

Há teorias modernas, como é o caso da teoria do *contrato-organização*, que parte da dicotomia entre contratos associativos e contratos de permuta, apontando que os contratos associativos criam uma organização aproximando-se do institucionalismo e sendo teoria eficaz para a compreensão jurídica, *e. g.*, das sociedades unipessoais⁶⁰.

Contudo, sobreleva expender que a questão não se cinge a estas duas molduras, vistas de modo completamente estanque. Ultrapassou-se, no Direito Societário, a fase que Calixto SALOMÃO FILHO alcunhou de *intimista*, isto é, a fase unidisciplinar, substituída por uma *interdisciplinariedade* a fim de melhor apontar os caminhos para a organização societária, o que demanda interação, por exemplo, com o Direito Concorrencial e a Análise Econômica do Direito (AED)⁶¹.

A complexidade das relações societárias modernas, sobretudo pela superação das fronteiras estatais, em processo de internacionalização crescente, com a consideração de outras tantas variáveis de que não dão conta as antigas construções teóricas e que delas não se poderia exigir, uma vez que inseridas noutra realidade sócio-econômica.

Ainda assim, contudo, é mister fixar-se uma leitura das sociedades como *contratuais* ou *institucionais*, com o escopo de se ter consciência da transcendência da visão *privatista* para uma visão mais *publicista*, necessária para a superação de um modelo de responsabilidade forjado sob a égide da relação sócio-sociedade, sem considerar toda a cadeia relacional ensejada pelas grandes companhias.

Afinal, se são instituições, sua administração não visa, ou não deve visar apenas aos interesses do controlador. Tampouco, aliás, deve-se ter como baliza pura e simples o interesse da integralidade dos acionistas (incluindo-se

direito conciliar as aspirações divergentes e criar uma técnica de composição dos interesses que entram em conflito na sociedade anônima” (Interesses societários e extra-societários na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. **Revista de Direito Mercantil**, p. 13).

⁵⁹ PARENTE, Norma Jonssen. A lei das sociedades anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais. **Revista de Direito Mercantil**, p. 73.

⁶⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, p. 43.

⁶¹ Idem, p. 38.

os minoritários). Deve abranger os interesses das partes relacionadas, compreendidas estas como *stakeholders*, isto é, aqueles que se expõem aos impactos da atuação empresarial, com trabalhadores e a comunidade em geral.

Com BERLE e MEANS se pode afirmar que, em todo o mundo se nota a insistência de que o poder da organização econômica é submetido “às mesmas provas de benefício público aplicadas a outros tipos de poder no momento oportuno”, análise que cresce em momentos de crise, nos quais “há exigências constantes de que os homens que controlam os grandes organismos econômicos assumam a responsabilidade pelo bem-estar daqueles que estão subordinados à organização, sejam trabalhadores, investidores ou consumidores”⁶².

Tendo-se em vista um Estado Democrático de Direito, dá-se às organizações configuradas como sociedades anônimas a prerrogativa da máxima limitação de responsabilidade e de tanto se espera em troca que esta, em sua atividade econômica voltada à produção ou circulação de mercadorias ou serviços, atenda a uma função social.

Vinculadas que estão a esta *funcionalidade*, devem ser geridas, como recorda CARVALHOSA, “também no interesse dos seus empregados, consumidores, clientes e membros da comunidade”⁶³.

2.1.3. Governança Corporativa

A Governança Corporativa é “um sistema de gestão que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia”⁶⁴, entendidos estes como sendo os controladores, os minoritários, os auditores e os *stakeholders*, por estes se compreendendo o conjunto dos demais envolvidos, como empregados, fornecedores, os clientes e a própria comunidade em que se insere a empresa, apresentando-se como um “fator

⁶² BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**, p.276.

⁶³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 24.

⁶⁴ RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil**, p. 384.

extremamente influente na tomada de decisões referentes à escolha de destinação de investimentos”⁶⁵.

Sua conformação não é uniforme em todos os Estados, tendo em vista as peculiaridades de cada sistema. Assim, por exemplo, no sistema estadunidense de Governança Corporativa, que tem por traço o capital extremamente pulverizado, os executivos das companhias costumam ter poderes significativos, superando o dos proprietários e podendo gerar o chamado *conflito de agência*⁶⁶. A Governança surgiu justamente para combater o sobredito conflito⁶⁷.

Práticas abusivas recentes, como a da *Enron* e da *WorldCom* acabaram por promover significativo aumento da rigidez das regras de Governança estadunidenses, com muitas delas sendo cristalizadas em diploma legislativo, mais precisamente no *Sarbanes Oxley Act* que, por força da globalização e *relativa* uniformização das regras de direito societário, bem como a relevância econômica dos Estados Unidos da América, acabou por influenciar outros sistemas, como o brasileiro.

Malgrado, contudo, sejam não raro alçadas à hierarquia de leis, é mister se ter em vista que as normas de Governança Corporativa são e devem ser tidas como práticas compreendidas pela Administração como sendo de boa gestão e que podem, ocasionalmente, assumir a forma de normas jurídicas, por finalidades diversas.

Quanto ao Brasil, é de se ter em vista que as companhias brasileiras têm traços distintos daquelas americanas, sendo comum, exemplificativamente, a presença de ações preferenciais em grande quantidade, o controle familiar ou compartilhado entre poucos grupos, a grande ingerência do controlador sobre o conselho e minoritários sem atuação relevante⁶⁸.

A partir destas características e voltando-se a ajustes do mercado a uma compatibilização com o que se entende como boas práticas, com vistas a

⁶⁵ MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 128.

⁶⁶ Por conflito de agência entenda-se o conflito de interesses entre os acionistas de uma sociedade e os gestores desta.

⁶⁷ RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil**, p. 386.

⁶⁸ Idem, p. 394-5.

promover a formação de um mercado de capitais efetivo, muitas regras foram incorporadas no Brasil, não necessariamente sob a roupagem de normas jurídicas (embora as normas da Lei nº 10.303/2001 tenham trazido à legislação diversos aspectos de Governança, como os avanços na participação dos minoritários), como também por força das regras exigidas para a participação no Novo Mercado da Bovespa⁶⁹.

Tudo com o escopo de se buscar a partir de sua implementação, “maior e melhor captação de recursos financeiros, agregação de valor ao negócio e otimização gerencial”⁷⁰, compensando-se a eventual falta de coerção legal com a ideia quiçá mais atraente do que a própria coercibilidade, de que a aplicação dos princípios, especialmente no que se refere a maior proteção aos minoritários, proporcionará cotação mais elevada às ações⁷¹.

No que se refere ao fundamento jurídico da Governança Corporativa no ordenamento pátrio, interessante a observação de Milton Nassau RIBEIRO, que arraiga as práticas de Governança no enunciado normativo do artigo 116 da LSA, que aduz ser dever do controlador usar seu poder com o fito de que a companhia realize seu objeto e cumpra sua função social⁷².

Ademais, com intuito de compilação, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa lançou obra alcunhada Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que a conceitua como sendo o “sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”⁷³, calcados nos princípios da transparência, da equidade, da prestação de contas (*accountability*) e da responsabilidade corporativa⁷⁴.

⁶⁹ O Novo Mercado refere-se a categoria da Bovespa voltada a empresas que pretendam adotar determinadas práticas de governança corporativa. Exige-se, *i.e.*: (i) a exclusividade da emissão de ações ordinárias, com todas tendo direito a voto; (ii) que o Conselho de Administração da companhia seja composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de, no máximo, dois anos; e (iii) a divulgação de informações adicionais nos ITRs, de entrega obrigatória à CVM e à BM&F-Bovespa. As informações estão disponíveis no sítio da BM&F-Bovespa, www.bmfbovespa.com.br. Acesso em 12/12/2011.

⁷⁰ MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 135.

⁷¹ BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista minoritário na sociedade anônima**, p. 144-145.

⁷² RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil**, p. 398.

⁷³ IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, p. 19.

⁷⁴ Idem, *ibidem*.

Internacionalmente, pode-se mencionar as diretivas da *Organisation de coopération et de développement économiques* (OCDE, na sigla em francês, ou OECD, na sigla em inglês), com objetivos voltados à proteção da democracia e da economia de mercado⁷⁵, que publicou em 1999, com revisão em 2004, rol de princípios de governança corporativa, voltados a apoiar governos membros e não membros da organização em seus esforços para avaliar e melhorar as bases da governança em seus respectivos países⁷⁶.

No entanto, sempre cabe ressaltar que a adoção de regras e princípios voltados à boa gestão da companhia, “de forma a considerar os vários interesses relacionados com a empresa, não devem desembocar em uma visão distorcida e utópica, transformando-se em um discurso inócuo”⁷⁷.

No entanto, tomadas como parâmetros, as normas de Governança, que têm especificidades da maior relevância quanto à atuação de conselheiros e diretores, são importantes balizadoras de conduta e, por conseguinte, podem ser pensadas como paradigma para a aferição de responsabilidade na ação do administrador.

2.2. Órgãos administrativos

Traçado o perfil institucional das sociedades anônimas e apontada sua complexidade e relevância sócio-econômica, passa-se a tratar destas a partir de seus órgãos gestores, iniciando-se pela própria exposição da visão orgânica

⁷⁵ “The aims of the Organisation for Economic Co-operation and Development (hereinafter called the “Organisation”) shall be to promote policies designed: (a) to achieve the highest sustainable economic growth and employment and a rising standard of living in Member countries, while maintaining financial stability, and thus to contribute to the development of the world economy; (b) to contribute to sound economic expansion in Member as well as non-member countries in the process of economic development; and (c) to contribute to the expansion of world trade on a multilateral, non-discriminatory basis in accordance with international obligations “. Disponível em: <www.oecd.org>. Acesso em 14/12/2011.

⁷⁶ Consta do preâmbulo: “The Principles are intended to assist OECD and non-OECD governments in their efforts to evaluate and improve the legal, institutional and regulatory framework for corporate governance in their countries, and to provide guidance and suggestions for stock exchanges, investors, corporations, and other parties that have a role in the process of developing good corporate governance”. Disponível em : <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em 14/12/2011.

⁷⁷ MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o regime jurídico na administração nas sociedades simples, limitadas e anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 57.

para, por fim, apresentar os dois órgãos com competências administrativas: o conselho de administração e a diretoria.

2.2.1. Visão orgânica

A relação entre os administradores e a sociedade era explanada, originariamente, pela *teoria da representação*, ainda comum na doutrina jurídica anglo-saxã, que vê a relação dos gestores com a sociedade como um mandato⁷⁸. À luz desta, os órgãos apresentariam a vontade da pessoa jurídica “no lugar dela”⁷⁹. No entanto, falar em mandato quando se trata de função sem a qual a própria sociedade não subsiste não faz sentido, dado que é imperativa a existência dos administradores⁸⁰.

Assim, o *civil law* não a aceita desde, pelo menos, o final do século XIX (com Beseler e Gierke⁸¹) e, partindo do pressuposto de que não há pessoa jurídica para além do direito positivo, foi concebida a *teoria orgânica*, originariamente desenvolvida por Jellinek em sua *Teoria Geral do Estado* e, posteriormente, transplantada para o Direito Societário⁸², para a qual não há manifestação de vontade da pessoa jurídica que não pelas pessoas físicas componentes dos seus órgãos. Isto posto, para a teoria orgânica, os órgãos mais que substituir, numa relação de representação, *expressam* a vontade das

⁷⁸ O Código Civil brasileiro, em seu artigo 1.011, malgrado toda a evolução doutrinária no sentido da construção da teoria orgânica, segue vinculando a atuação do administrador ao mandato (Art. 1.011 (...)§ 2º Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato.). A aplicação, contudo, deve se limitar às sociedades de pessoas, pois, como aponta Nelson EIZIRIK, a adoção da ideia de mandato esbarra em outros dispositivos legais, como o do art.139 da Lei nº 6.404/1976, que diz serem *indelegáveis*, ressalvadas as explícitas exceções legais, enquanto que o mandato é, em princípio, delegável (Responsabilidade civil e administrativa dos diretores de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 48).

⁷⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 193.

⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 17.

⁸¹ Esclarece Waldirio BULGARELLI que: “A idéia da administração como órgão (não derivada diretamente da teoria organicista pura de O. V. Gierke mas ajustada à moderna estrutura societária) tem a sua consagração mais expressiva e definitiva na *Akiengesetz* alemã, de 1937, disciplinando a administração (§§ 70 e ss.) no seio da organização (*Verfassung*) da sociedade, concebendo a figura do administrador como titular de uma posição orgânica (*Organträger*) sob a base de um contrato de nomeação (*Anstellungsvertrag*) e definindo as suas obrigações com referência a um dirigente de empresa ordenado e consciencioso (§84) (...)” (Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, p. 85).

⁸² WALD, Arnoldo. Sociedade anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes, **Revista dos Tribunais**, p. 15.

peças jurídicas⁸³, permitindo compreender que “a atuação jurídico-negocial e fática dos órgãos deve ser imputada a cada pessoa jurídica como uma atuação própria desta”⁸⁴.

Donde emana, a propósito, a distinção de PONTES DE MIRANDA, para quem:

O órgão da pessoa jurídica é mais do que representante. A pessoa jurídica mesma atua por intermédio do órgão, que algo é entre o representante *stricto sensu* e o núncio. A diferença entre ele e o representante é algo ineliminável. A nomeação por outro órgão é que estabelece o poder de órgão: a relação de organicidade aproxima-se da relação jurídica de representação, porém com ela não se identifica.⁸⁵

Assim, no momento em que “o órgão da pessoa jurídica pratica o ato, (...) não há representação, mas apresentação”, pois sua ação adentra o “mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, porque o ato do órgão é ato seu”⁸⁶.

Disto se extrai que, a rigor, não caberia alcunhar os gestores de *representantes* (que agiriam no lugar de, ao invés de), mas de *presentantes* (porque fazem presente). No entanto, o uso reiterado da primeira expressão no texto da Lei das Sociedades por Ações, *i. e.* ao referir-se à diretoria, à qual caberia a *representação* da sociedade, adotar-se-á, tendo sempre em vista os apontamentos *supra* acerca do sentido do vocábulo, a expressão *representante* como se *presentante* fosse.

Diferentemente de uma visão contratualista, pela qual os administradores agiriam “em nome da sociedade”, a *teoria orgânica* expressa que “é a própria sociedade quem atua por intermédio dos seus administradores”⁸⁷. O órgão societário, aliás, não tem personalidade jurídica, sendo apenas aparelho da pessoa jurídica, sem ter com ela nenhuma relação

⁸³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 193.

⁸⁴ SCHMIDT, Karsten. **Derecho Comercial**, p. 125.

⁸⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**, p. 272.

⁸⁶ Idem, p. 269.

⁸⁷ BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da Sociedade Anônima, **Revsta de Direito Empresarial**, p. 125.

jurídica (que só se entabula entre sujeitos de direito) e não sendo acionável, justamente por faltar-lhe a condição de sujeito, por terceiros⁸⁸.

Justifica Caio Mário da Silva PEREIRA que, justamente por não terem as pessoas morais manifestação direta de vontade é que a lei, ao “reconhecê-lhes os atributos da personalidade, condiciona o exercício dos direitos aos seus órgãos de deliberação e representação”⁸⁹.

Nesta esteira, tem-se que “cada órgão expressa a vontade da pessoa jurídica da sociedade anônima nos limites de sua competência”⁹⁰, atribuindo-se a *competência* uma acepção próxima à do Direito Administrativo. *Ex lege* ou por força estatutária, dispõe-se que a determinados órgãos se atribui determinadas competências, cujo exercício assume verdadeiro cariz de poder-dever ou dever-poder⁹¹ (expressões que devem ser lidas *cum grano salis*, sempre à luz do Direito Privado), constituindo-se estas os verdadeiros paradigmas para a aferição de eventual responsabilização dos gestores.

Responsabilidade que nunca é dos órgãos (que, por não serem sujeitos de direito, não podem ter deveres ou direitos – têm *competências*, como indigitado), que constituem apenas “instrumentos capazes de produzir relações jurídicas”⁹², mas dos administradores em si. Não cabe ao conselho de administração o *dever de diligência*; cabe ao conselheiro. Não se pode esperar do órgão probidade, não se pode imputar ao órgão improbidade. Uma e outra imputam-se ao diretor, ao conselheiro.

A natureza orgânica das relações entre gestores e companhia, a propósito, só faz reforçar a recorrente comparação entre as sociedades anônimas e o Estado, este também estruturado em diversos órgãos administrativos, cada um com um leque de competências específicas, comparação esta que, se outrora fora não mais que mecanismo de facilitação da explanação, ora soa auspiciosa, na medida em que se tem sociedades

⁸⁸ Idem, p. 124.

⁸⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**, p. 269.

⁹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 193.

⁹¹ BULGARELLI, Waldirio. **Op. cit.**, p. 89, aponta que por a natureza de poder-dever das obrigações levar à responsabilidade dos administradores, pode-se falar em “um direito subjetivo da companhia e dos acionistas a uma boa gestão dos negócios sociais”.

⁹² CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 20.

anônimas cuja pujança supera amplamente a de muitos Estados soberanos⁹³, tópico que será resgatado *infra*. Antes, contudo, é mister que se apresente os órgãos das sociedades anônimas providos de competência administrativa.

2.2.2. Dos órgãos administrativos em si

Consoante dispõe a Lei nº 6.404/1976, a administração das sociedades anônimas é incumbência do conselho de administração e da diretoria⁹⁴ ou, ainda, apenas da diretoria, conforme *caput* do artigo 138 do diploma legal indigitado. A alternatividade entre uma gestão dual ou unitária, *i. e.*, com conselho e diretoria ou apenas com conselho, é faculdade de que dispõe apenas as sociedades anônimas fechadas. Nas companhias abertas (bem como as de capital autorizado), a adoção do conselho de administração é obrigatória (art. 138, §2º).

Cada órgão tem constituídas em torno de si uma plêiade de competências cujo exercício está a eles vinculado de forma *indelegável*, por força do disposto no artigo 139⁹⁵ da Lei das Sociedades por Ações. Neste esteio, é vedado aos constituintes da Sociedade Anônima a criação, em estatuto, de um órgão diverso do conselho ou da diretoria que tenha as competências que a lei predefine como sendo destes. Tampouco admite-se o intercâmbio de funções entre diretoria e conselho, não podendo o estatuto dispor em contrário.

A indelegabilidade é da essência constitutiva de um modelo societário pensado em paralelo com o modelo estatal, relevante quando se tem em vista a natureza institucional (exposta *supra*) das sociedades anônimas. A indelegabilidade, neste esteio, reafirma o caráter institucional⁹⁶.

⁹³ WALD, Arnaldo. O direito da crise e a nova dogmática. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 36-37.

⁹⁴ Não cabe sequer à Assembleia sobrepor-se aos administradores no exercício de sua competência administrativa, caractere que não é exclusividade do ordenamento pátrio, como se vê em CAMPOBASSO, Gian Franco. **Diritto Commerciale**, p. 309: "(...) né l'assemblea può impartire direttive vincolanti agli amministratori circa il compimento degli atti di esercizio dell'impresa sociale, ne questi ultimi sono obbligati a sottoporre alla preventiva approvazione dell'assemblea le loro iniziative, anche se particolarmente rischiose od innovative".

⁹⁵ Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

⁹⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 37.

No entanto, a vedação constante no já citado artigo 139 quanto à outorga de atribuições e poderes conferidos pela LSA aos órgãos de administração mesmo por força de lei é de duvidosa eficácia sistêmica, uma vez que a própria Lei das Sociedades por Ações é não mais que uma legislação ordinária, que se submete aos mecanismos de composição de antinomias típicos (hierárquico, cronológico e de especialidade). Destarte, a norma limita-se a proibir a delegação *estatutária* de competências previstas na LSA como sendo da diretoria ou do conselho de administração para órgãos outros porventura criados pelo estatuto ou ainda entre si. À lei, no entanto, é permitido delegar, tanto que cria hipótese de *delegação facultativa*, no caso da deliberação para emissão de debêntures não conversíveis em ações, em companhias abertas, da assembleia para o conselho de administração, a menos que o estatuto o vede (art. 59, §1º), como lembra Modesto CARVALHOSA⁹⁷.

Feitas estas considerações de ordem geral, impende que se trate especificamente dos dois órgãos gestores, apresentando suas características essenciais, delimitando suas competências e delineando-os a partir dos papéis que exercem na gestão das companhias modernas.

2.3. Conselho de Administração

A primeira instância de poder nas companhias é a assembleia geral, ambiente que, por definição, congrega a totalidade dos proprietários de ações da companhia.

Uma visão compatível com as companhias de menor porte permite supor que cabe à assembleia, justamente por congrega a vontade dos sócios e, por conseguinte, ensejar a construção de uma vontade social (que diverge daquela de cada um dos seus componentes), a tomada das decisões essenciais, com cariz de *democracia direta* e, a partir daí, deixar sua execução a cargo do órgão executivo (diretoria). Por isso, a propósito, as companhias fechadas não têm como obrigatória a constituição de conselho de administração (art. 138, §2º).

⁹⁷ Idem, p. 44.

Contudo, a elevação da complexidade das questões de gestão, bem como dos negócios sociais em si, tornaram imperativa a construção de uma instância intermediária entre os sócios e o órgão executivo, pois a assembleia está sujeita a um nível de formalismo e dinâmica próprios, que podem retardar o processo decisório e prejudicar os interesses da companhia⁹⁸. A atuação medianeira é papel do conselho de administração, obrigatório para as sociedades anônimas abertas, de capital autorizado e de economia mista. As sociedades anônimas de grande porte, que precisam agilizar os processos decisórios, não podem abdicar de um órgão compacto, organizado, representativo do conjunto de acionistas que de forma direta não têm como atuar na gestão da sociedade⁹⁹.

2.3.1. Composição

A Lei demonstra preocupação com a determinação do *modus* de composição do conselho de administração, com vistas a preservar-lhe a estrutura e o escopo.

Assim, *ex vi* do artigo 140 da LSA, tem-se que o conselho há de ser composto por, pelo menos, três membros (com que se assegura sua natureza *colegiada*), pessoas naturais, todos eles devidamente eleitos pela assembleia geral que também pode, a qualquer tempo, promover-lhes a destituição.

Havia a exigência da condição de acionistas para a ocupação de cargos no conselho de administração, o que fazia traduzir sua condição de elo entre propriedade e gestão, mas é imperativo destacar ser recorrente a busca de profissionais sem vínculo acionário para comporem o conselho, especialmente a partir do enrijecimento das regras de governança, por exemplo, nos Estados Unidos da América, por força do *Sarbanes Oxley Act*¹⁰⁰. Tanto que a Lei nº

⁹⁸ COELHO, Fabio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 214.

⁹⁹ BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da Sociedade Anônima, **Revista de Direito Empresarial**, p. 159.

¹⁰⁰ Idem, p. 141. O ato ampliou as responsabilidades dos conselheiros, tornando-os pessoalmente responsáveis pela precisão dos dados contábeis divulgados pelas corporações, em sua Seção 302, sob a rubrica *Responsabilidade corporativa por relatórios financeiros*, com vistas a coibir situações como a da *Enron* e da *WorldCom*, que fraudaram relatórios contábeis, expondo aos mercados uma condição econômico-financeira irreal.

12.431/2011 modificou a redação do artigo 146 da LSA, não mais exigindo a condição de acionista para a assunção do cargo de conselheiro.

Pessoas jurídicas não têm permissão legal para atuar como conselheiras, sendo os cargos privativos das pessoas naturais. A opção legislativa, a propósito, merece críticas, pois divergente das tendências modernas¹⁰¹ de se admitir as pessoas jurídicas atuando como conselheiras a partir de um *presentante*¹⁰², que a vincularia de maneira orgânica.

Ademais, se superam dificuldades de responsabilização, já que, pelo sistema atual, se deixa de responsabilizar civilmente uma ampla *holding*, por exemplo, e se responsabiliza uma pessoa física que pode não ter condição patrimonial de arcar com eventuais indenizações.

Por outro lado, é de se destacar, com João Luiz Coelho da ROCHA, que já havia tendência no sentido de que sequer existisse a necessidade de os conselheiros serem acionistas: os acionistas escolhem aqueles por quem querem ser representados¹⁰³. A função de elo entre a assembleia e a diretoria não se descaracterizaria, pois seguiria cabendo aos acionistas a indicação dos conselheiros. Esta orientação acabou albergada pela Lei nº 12.431/2011, como apontado *supra*.

Exige-se que o estatuto determine: (i) o número preciso de conselheiros, ou então o máximo e o mínimo permitidos, bem como o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho; (ii) o modo de substituição dos conselheiros; (iii) o prazo de gestão, não superior a 3 (três) anos, permitindo-se a reeleição; (iv) as normas acerca da convocação, da instalação e do funcionamento do conselho, que deverá deliberar por maioria de votos, permitindo-se ao estatuto estabelecer quorum qualificado para determinadas deliberações, desde que neste se especifiquem as matérias.

A regra estatutária que dita o número de conselheiros pode, contudo, sofrer mitigação, ensejando-se aumento no limite de conselheiros elegíveis da

¹⁰¹ O sistema francês, *e.g.*, admite que as pessoas jurídicas possam figurar como administradores de outras pessoas jurídicas, como noticiam RIPERT e ROBLOT, **Traité de Droit Commercial**, p. 441.

¹⁰² ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 62.

¹⁰³ ROCHA, João Luiz Coelho da. **Op. cit.**, p. 62.

companhia para garantir à maioria o controle do conselho de administração em caso de, com a utilização dos mecanismos de participação de minoritários (vide *infra*), os controladores deixarem de ter a maioria no órgão. Com o dispositivo, a lei visa a garantir o controle do órgão pelo grupo majoritário¹⁰⁴. A previsão legal é natural e necessária uma vez que o acionista que investiu maior montante se expõe mais aos riscos do insucesso eventual, merecendo maior representação no órgão do que os demais¹⁰⁵. Do contrário, ter-se-ia por consequência a diminuição da propensão ao investimento na atividade empresária, com impacto econômico negativo à sociedade como um todo.

Para além do que obrigatoriamente deve constar, há também a menção legal à possibilidade de previsão de participação, no conselho de administração, de representantes dos empregados, cuja escolha há de ser feita não pela assembleia geral, mas por voto deles próprios, por meio de eleição direta, que deve ser organizada conjuntamente entre a sociedade e as entidades sindicais que os representam (parágrafo único do artigo 140 da LSA).

2.3.1.1. Representação dos empregados

Como mencionado *supra*, a representatividade dos empregados no conselho de administração foi um dos traços marcantes do institucionalismo alemão, em que brotou conjunto de normas voltadas à regulamentação desta participação (*Mitbestimmungsgesetze*), em 1951, 1952 e 1976, ensejando acalorados debates ideológicos naquele país e fruto da necessidade sentida pelos ocupantes do pós-guerra e também pelos sindicatos de desconstruir a cartelização a que deu azo o movimento nazista, com vistas à formação de uma *Wirtschaftsdemocratie*, nos moldes desejados na República de Weimar¹⁰⁶.

Lembra REQUIÃO que, desde o início do debate em torno da LSA de 1976 houve interesse na implantação de norma com o desiderato de que ao menos um dos membros do conselho de administração proviesse dos

¹⁰⁴ BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da Sociedade Anônima, **Revista de Direito Empresarial**, p. 138.

¹⁰⁵ Idem, p. 139.

¹⁰⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, p. 33.

empregados e fosse, por meio de escrutínio secreto, escolhido por estes. A emenda (Emenda nº 113), contudo, não foi acolhida à época¹⁰⁷.

O próprio autor, neste esteio, entendia o momento como inadequado, crendo que “o proletariado nacional não estaria preparado para as implicações sociais e políticas de tal monta, que daí adviriam”, mas apresentava crença em que “a evolução moderna da empresa contaria, no futuro, com norma dessa natureza”¹⁰⁸.

E, de fato, a reforma instituída pela Lei nº 10.303/2001 acrescentou ao artigo 140 da LSA parágrafo único que prevê a *possibilidade* de o estatuto prever a participação, no conselho de administração, de representantes dos empregados, que devem ser escolhidos por votos destes, colhidos em eleição direta, cuja organização é dever da empresa, de que deve se desincumbir em conjunto com as entidades sindicais correspondentes.

Independentemente de um aprofundamento do debate em torno das questões ideológicas ensejadas, é preciso ter em vista que a norma, inserida como está (ainda que lance a participação como *faculdade*), representa mais um passo no sentido da configuração institucional e, neste esteio, traduz positiva permissão de que mais um dos agentes envolvidos no ciclo produtivo e, neste caso, de maneira umbilical, possa ter voz, ao menos em tese, na determinação dos rumos que a atividade econômica organizada há de seguir.

A própria natureza usualmente conflitante entre os interesses envolvidos, a propósito, é da maior relevância, por que propensa a uma atuação do conselho mais voltada à sustentabilidade, em sentido amplo, pois aos empregados nada interessa mais do que a preservação da atividade econômica, da empresa, da qual dependem para provimento da subsistência, pela natureza da relação que com ela mantêm.

Tudo dependente de assunção de uma postura responsável por ambas as partes, representantes dos empregados e do capital, uma vez que o conselho de administração é o espaço para as determinações estratégicas da companhia, que exige efetiva consideração das variáveis econômicas

¹⁰⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 205.

¹⁰⁸ Idem, *ibidem*.

envolvidas nas discussões. Do contrário, a participação dos empregados tenderá a ser meramente formal.

2.3.1.2. Mecanismos de participação dos minoritários

Manifesta a preocupação legislativa em garantir a participação dos minoritários na composição do conselho de administração.

Visando a garanti-la, o legislador estabeleceu mecanismos como o voto múltiplo que, na eleição dos conselheiros, faculta aos acionistas detentores de ao menos 10% (dez por cento) do capital social votante, independentemente de previsão estatutária, solicitar a adoção de votação em sistema de votação múltipla, no qual cada ação terá direito tantos votos quantos forem as vagas a serem preenchidas no conselho administrativo, resguardado o direito de se acumular votos em candidato único ou de distribuí-lo entre vários candidatos (art. 141, LSA). O voto múltiplo, porém, não garante que os minoritários elegerão conselheiros adicionais. Garante apenas que a eleição se dê pelo sistema proporcional¹⁰⁹.

Para ter respeitado o procedimento, incumbe aos acionistas requerê-lo até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembleia, devendo a mesa diretora apresentar o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho, à luz da lista de presentes consignada em livro próprio.

Outrossim, de modo a ver resguardado o resultado, a lei prevê ainda que tendo a eleição sido realizada com voto múltiplo, a destituição de qualquer dos membros do conselho de administração por ato da assembleia geral implica a destituição de todos os demais. Assim, resguardar-se-á a representação dos minoritários novamente, em outra votação, respeitados os mesmos procedimentos.

De se destacar, ainda, para além do voto múltiplo, a eleição em apartado, prevista no antigo §4º do artigo 141 da LSA¹¹⁰, e reformulada pelas

¹⁰⁹ BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da Sociedade Anônima, **Revista de Direito Empresarial**, p. 147.

¹¹⁰ Art. 141. § 4º Se o número de membros do conselho de administração for inferior a 5 (cinco), é facultado aos acionistas que representem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1º.

alterações instituídas via Lei nº 10.303/2001, “um passo importante para o amadurecimento do capitalismo brasileiro”¹¹¹, francamente voltada à elevação da proteção dos minoritários, imprescindível para o desenvolvimento de um mercado de capitais, estabeleceu novos mecanismos para facilitar a presença dos minoritários no conselho administrativo.

Por meio dela, modificou-se o direito de eleger e destituir membro e suplente do conselho em votação apartada, passando o conselheiro a ser elegível pelo voto da maioria dos titulares: (i) de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto, parâmetro mais favorável aos minoritários do que o modelo pretérito, que previa que se o número de membros do conselho de administração fosse inferior a 5 (cinco), era facultado aos acionistas que representassem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho¹¹²; (ii) de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido eventual direito estatutário, pois neste se pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração (art. 18); (iii) se, individualmente, nenhum dos grupos mencionados alcançar os percentuais necessários para eleger um membro nos termos acima expendidos, é-lhes facultado agregar suas ações e, considerado o quorum de 10% (dez por cento) do capital social, eleger um membro e um suplente.

Cabe mencionar, outrossim, que somente um representante pode ser eleito com fulcro nesta prerrogativa, como nas subsequentes, pouco importando quantos grupos de minoritários se apresentem na companhia no percentual do enunciado normativo¹¹³.

¹¹¹ KANDIR, Antonio. A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 13.

¹¹² Este, a propósito, o único mecanismo especial de participação dos minoritários no conselho sob a LSA pré-reforma.

¹¹³ SOUSA, Pedro Oliva Marcílio de. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. **Revista de Direito Mercantil**, p. 92.

A norma limita, ainda, o sobredito exercício àqueles acionistas que tenham sido titulares das ações por pelo menos 3 (três) meses imediatamente anteriores à data de realização da assembleia geral (§6º).

Por fim, tem-se que quando a eleição do conselho se der por voto múltiplo e quando houver o exercício das prerrogativas dos titulares de ações ordinárias e preferenciais de eleger conselheiros, nos termos indigitados, assegurar-se-á ao acionista ou ao grupo deles, desde que vinculados por acordo de acionistas e titulares de mais de 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto, o direito de eleição de conselheiros em número igual ao de eleitos pelos demais acionistas, a que se soma um, pouco importando o número de conselheiros que compõe o órgão previstos pelo estatuto.

A natural preservação da maior representatividade pelo majoritário, contudo, não desconstitui o avanço proporcionado pela maior participação dos minoritários, uma vez que a estes fica resguardado o poder de, ainda que sem titularidade de grande proporção de ações, debater e eventualmente influenciar decisões da companhia¹¹⁴, além de a participação lhes resguardar o direito essencial dos acionistas minoritários à fiscalização¹¹⁵.

2.3.2. Competência

O conselho de administração tem competências eleitorais (por eleger a diretoria), deliberativas (por fixar a política empresarial) e de fiscalização (porque fiscaliza os atos dos diretores)¹¹⁶, podendo deliberar sobre todos os temas de interesse da companhia que não estejam na esfera das competências privativas da assembleia geral¹¹⁷.

A lei determina, descrevendo as sobreditas ordens de competências, incumbir ao conselho de administração: (i) a fixação da orientação geral dos negócios da companhia; (ii) a eleição e destituição dos diretores da companhia e a fixação das suas atribuições, dentro do arcabouço constituído pelo estatuto;

¹¹⁴ PARENTE, Norma Jonssen. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. **Revista de Direito Mercantil**, p. 152.

¹¹⁵ BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista Minoritário na Sociedade Anônima**, p. 31-35.

¹¹⁶ WALD, Arnoldo. Sociedade anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes, **Revista dos Tribunais**, p. 11.

¹¹⁷ COELHO, Fabio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 215.

(iii) a fiscalização da gestão dos diretores, podendo examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) a convocação da assembleia geral quando julgar conveniente e da assembleia geral ordinária (art. 132); (v) a manifestação sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; (vi) a manifestação prévia sobre atos ou contratos, quando houver exigência estatutária; (vii) a deliberação, quando houver autorização pelo estatuto, acerca da emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) a autorização, salvo disposição estatutária em contrário, da alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (ix) escolher e destituir, se houver, os auditores independentes, sendo que, no caso específico desta competência, há direito de veto, com exigência de fundamentação, por parte dos conselheiros eleitos na forma do artigo 141, §4º, se presentes (*ex vi* do §2º)¹¹⁸.

2.3.3. Modo de atuação

Aduz o artigo 138, §1º, da LSA que o conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo que “a unidade de decisão do conselho de administração é condição de eficácia para sua atuação como órgão societário”¹¹⁹, donde se extrai que não há que se falar em atuação individual do

¹¹⁸ Vale mencionar as considerações da CVM sobre a função do conselho, explicitadas no Processo Administrativo Sancionador nº 31/2000, sob relatoria da diretora Norma Jonssen Parente: “(...) o Conselho de Administração, que não cuida evidentemente do dia-a-dia da administração da companhia, não é o responsável pela administração diária, corrente, ordinária da companhia. O Conselho de Administração é um órgão colegial, onde os conselheiros não têm poderes individuais, contrariamente até ao Conselho Fiscal, onde se verifica que os conselheiros têm poderes individuais por expressa disposição legal em diversas hipóteses, mas o Conselho de Administração não tem, à falta de expressa disposição legal. Embora o Conselho de Administração tenha funcionamento permanente, a atividade ou atuação de seus membros é apenas parcial. Eles não estão diariamente na companhia e não se exige que estejam (...) O Conselho de Administração foi pensado, evidentemente, para ter uma atuação muito mais focada na estratégia da companhia, no desenvolvimento do negócio, do que na administração diária”. Estas considerações são da maior relevância, especialmente, para se analisar a eventual solidariedade entre a responsabilidade dos conselheiros frente a atos dos diretores. A questão da solidariedade será tratada *infra*.

¹¹⁹ WALD, Arnaldo. Sociedade anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes, **Revista dos Tribunais**, p. 12.

conselheiro (no que se contrapõe à diretoria e a ação não colegiada dos diretores).

Colegiadas que são, as deliberações têm como forma usual as reuniões do conselho, devidamente convocadas e instaladas e que são o foro para as manifestações oficiais. Nestas, muito embora o conselho se constitua para a representação do capital, as deliberações são tomadas por critério personalista, isto é, por maioria de votos dos presentes¹²⁰.

Há a possibilidade do estatuto prever quóruns especiais para determinadas matérias, o que dá azo ao debate quanto à possibilidade de exigência de *unanimidade* nas deliberações. Para Modesto CARVALHOSA, o sobredito mecanismo não é lícito, por assegurar poder de veto a um único conselheiro¹²¹. Há quem entenda, no entanto, presente a licitude, como Alessandro Vicente de BRITO, para quem o legislador teve como intento lançar à assembleia a possibilidade de determinar o quórum que julgasse relevante em razão de cada matéria, o que implicitamente incluiria a possibilidade de se exigir unanimidade¹²².

Toda deliberação voltada à produção de efeitos perante terceiros dependerá, para alcançar este desiderato, do seu arquivamento no órgão de registro do comércio, bem como da publicação das respectivas atas, a fim de garantir-se publicidade.

Outrossim, da maior relevância para o objeto do presente estudo a menção de que as deliberações não comportam escrutínio secreto, uma vez que a posição assumida por cada conselheiro no momento em que vota é relevante para fins de aferição posterior de responsabilidade. Desta forma, no caso de posicionamento divergente dos conselheiros, estes devem fazer constar em ata sua posição e suas respectivas razões a fim de, ulteriormente, esquivarem-se de eventual penalização.

2.3.4. Conselho de administração e Governança Corporativa

¹²⁰ BRITO, Alessandro Vicente de. O Conselho de Administração da Sociedade Anônima, **Revista de Direito Empresarial**, p. 153.

¹²¹ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 97.

¹²² BRITO, Alessandro Vicente de. **Op. cit.**, p. 155.

Consoante o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa que ora se tomará como referencial no apontamento de aspectos da Governança, o Conselho de Administração é “principal componente do sistema de governança”, atuando como “elo entre a propriedade e a gestão”, apresentando-se como “guardião do objeto social e do sistema de governança”¹²³.

Dita-se, ainda, que o Conselho tem como missão:

“proteger e valorizar a organizacao, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilibrio entre os anseios das partes interessadas (shareholders e demais stakeholders), de modo que cada uma receba beneficio apropriado e proporcional ao vinculo que possui com a organizacao e ao risco a que esta exposta.”¹²⁴

Tradutora que é da concepção da Administração¹²⁵ tida como mais adequada, a missão bem denota a relevância que se dá ao Conselho e, por conseguinte, a dimensão de sua responsabilidade em sentido *lato*, algo novo e de lenta assimilação, pois, ao menos em nosso sistema, inspirou resistência no passado (vide *infra*).

Seu leque de atribuições do ponto de vista da Administração é ainda mais representativo de sua proeminência como órgão gestor (ao menos em teoria), como se depreende do elenco de funções codificadas como suas.

Destaca-se, ainda: (i) a necessária distância que deve manter das práticas operacionais¹²⁶; (ii) a máxima independência que deve manter com relação aos sócios¹²⁷, escopo muitas vezes posto à prova (vide *infra*); (iii) a recomendação explícita de que deveria ser composto apenas por conselheiros externos e independentes¹²⁸; e (iv) a admoestação no sentido de se evitar remuneração calcada em resultados de curto prazo¹²⁹.

¹²³ IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, p. 29.

¹²⁴ IBGC. **Código das melhores práticas...**, p. 31.

¹²⁵ O uso do termo Administração, com inicial maiúscula, refere-se à Administração de Empresas enquanto ramo do conhecimento.

¹²⁶ Idem, p. 30.

¹²⁷ Idem, p. 36.

¹²⁸ Idem, *ibidem*.

¹²⁹ Idem, p. 40.

Tudo com vistas à formatação do conselho de administração como órgão voltado à construção da longevidade da companhia, calcada na sustentabilidade, devendo incorporar e assegurar que a Diretoria também incorpore as considerações de ordem sócio-ambiental na determinação de negócios e operações¹³⁰.

Evidente que, como *melhores práticas* codificadas as acima consideradas tendem a enfrentar a relação dialética entre o deontológico e o ontológico, pondo-se mais como indicativos do que como balizas objetivamente observadas (ou mesmo observáveis, dado o caráter *quase-ideal* que algumas assumem), ainda mais no universo corporativo complexo e inconstante. No entanto, servem como *referenciais objetivos* para a aferição da retidão da conduta dos gestores e, por conseguinte, proporcionam também parâmetros para o delineamento de deveres e responsabilidades dos administradores.

Ademais, exigências como a de respeito a certas práticas de governança para ingresso em categorias especiais, como o Novo Mercado e os Níveis Diferenciais 1 e 2 da Bovespa servem de incentivo à gradual adoção das práticas.

Às incongruências entre o conselho de administração como *ideal* jurídico e administrativo o tópico seguinte.

2.3.5. Considerações acerca da relevância e atuação

Para além de defini-lo como o definem a lei e a doutrina, é essencial analisar-se o conselho sob o viés prático, a fim de se determinar a sua ordem de atuação com alguma precisão, o que se mostra fulcral quando se tem por escopo delimitar e pensar a responsabilidade dos administradores societários, sejam conselheiros ou diretores.

Assim, malgrado tomado hodiernamente como órgão imprescindível na boa condução administrativa de uma sociedade anônima, o conselho de administração foi alvo, no passado, de notória resistência, não sendo previsto no Decreto-Lei 2.627 de 1940, como se depreende da posição de Trajano de Miranda VALVERDE, fonte intelectual do Decreto-Lei, para quem:

¹³⁰ Idem, p. 31.

O nosso sistema é, fora de dúvida e sob todos os pontos de vista, superior ao sistema administrativo das sociedades anônimas estrangeiras, cujos 'conselhos de administração', compostos de dezenas de pessoas, que não trabalham, na maioria incompetentes, mas que recebem grandes percentagens sobre os lucros sociais, constituem, na opinião hoje generalizada, o *cancro* das sociedades anônimas¹³¹.

Mesmo com o advento da Lei nº 6.404/1976, especialmente tendo em vista o controle concentrado das sociedades anônimas brasileiras, o papel do conselho de administração era tido como meramente figurativo, normalmente registrando-se decisões unânimes e com atuação limitada ao cumprimento das formalidades legais e estatutárias¹³².

Modesto CARVALHOSA, a propósito, apontava no conselho de administração, especialmente aquele formulado nos moldes do *board of directors* estadunidense, um órgão de “universalmente reconhecida inutilidade”¹³³, fundando sua criação e efetiva aplicabilidade no Brasil por força do objetivo de instituir-se *joint ventures* entre as empresas nacionais e estrangeiras, assegurando aos minoritários relevantes uma efetiva influência¹³⁴.

De fato, a transformação do papel do conselho de administração se deu, a partir das grandes corporações privatizadas, sendo que “o ingresso de um grande número de multinacionais, as *joint ventures* (...) e a criação de *holdings* não familiares obrigaram as companhias a fazer funcionar os seus conselhos de administração”¹³⁵, uma vez que não se tinha mais o interesse de um grupo único, mas interesses de grupos variados, que precisavam ser compostos.

Neste esteio, a “renitente postura do empresário nacional que tanto tem cultuado as empresas familiares, penhora desejada preservação de riquezas de herdeiros tantas vezes sem talento e sem preparo”¹³⁶ vem cedendo espaço à “idéia superior da sociedade aberta, democrática”¹³⁷, mesmo por suas

¹³¹ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**, p. 22-23.

¹³² WALD, Arnoldo. **A evolução do regime legal...**, p. 13-14.

¹³³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 6.

¹³⁴ Idem, p. 7.

¹³⁵ Idem, p. 14.

¹³⁶ ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 61.

¹³⁷ Idem, *ibidem*.

significativas vantagens competitivas, porque mais propensas à captação de recursos no mercado.

Hoje, posicionamentos refratários ao conselho de administração não se sustentam na medida em que a separação de sua atuação com relação à da diretoria é fundamental para se ter, acima de tudo, uma atuação fiscalizada e direcionada à consecução dos interesses variados que só podem conviver no conselho, quando se tem em vista companhias de maior porte.

Considerando as competências do conselho, Arnaldo WALD sustenta que sua função essencial “não é a de administrar a companhia, mas sim a de colaborar no processo de sua gestão”¹³⁸ e esta colaboração se dá no âmbito de ser o conselho o “*locus* de fixação da política empresarial, de discussão, de deliberação e composição dos interesses conflitantes na companhia”¹³⁹.

Questão que avulta é a referente à possibilidade de os votos dos conselheiros poderem ser objeto de acordo de acionistas, o que de início foi plenamente rechaçado, entendimento que se viu mitigado a ponto de se admitir ampla vinculabilidade dos conselheiros aos termos do acordo regularmente firmado.

Arnoldo Wald, *e.g.*, manifestava-se, em 1988, no sentido de que “os membros do conselho de administração são independentes, inclusive em relação a eventuais acordos dos acionistas, que não os vinculam, nem podem vinculá-los”¹⁴⁰, para posteriormente concluir que, em verdade, por não ser passível de interpretação restritiva a liberdade contratual, a menção legislativa à possibilidade de se regular o direito de voto por acordo de acionistas

¹³⁸ WALD, Arnaldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 18.

¹³⁹ Idem, p. 19.

¹⁴⁰ WALD, Arnaldo. Sociedade Anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes, **Revista dos Tribunais**, p.15. Acrescentava, ainda, que é “pacífico tanto no Brasil quanto no Exterior que o acordo vincula os acionistas, mas não os conselheiros, justamente em virtude da independência que caracteriza estes últimos e da sua desvinculação em relação à vontade dos acionistas ou dos grupos de acionistas que os elegeram e da responsabilidade pessoal do administrador pelas decisões por ele tomadas, perante a sociedade como um todo” (*idem, ibidem*).

estender-se-ia também aos votos dos conselheiros¹⁴¹. O ponto de vista é comum na doutrina, ecoando, *i.e.*, em João Luiz Coelho da ROCHA¹⁴².

Neste diapasão, o conteúdo do artigo 118 da LSA, em especial o dos §§8º e 9º, ambos fruto da reforma de 2001, tornam clara a aplicabilidade que, outrora, ensejou resistência, ao permitirem que o presidente do conselho deixe de computar voto contrário ao consignado em acordo de acionistas, bem como o próprio direito de voto substitutivo por parte daquele prejudicado, caso algum conselheiro vinculado deixe de comparecer ou mesmo se abstenha. Dada a restrição de liberdade de atuação dos conselheiros, parte da doutrina foi enfática no sentido de que os dispositivos são contraproducentes ao mercado de capitais e à atividade econômica, aduzindo que deveriam ter sido objeto de veto¹⁴³.

De fato, é preciso ter em vista, como aduz Marcia Carla Pereira RIBEIRO, o acordo de acionistas “não se destina simplesmente a fazer prevalecer o interesse do controlador”, posto que o artigo 116 é peremptório no sentido de que “o controlador deve conduzir a companhia à busca da satisfação dos interesses da empresa, dos demais acionistas, dos empregados e da comunidade onde atua”¹⁴⁴.

Assim, malgrado se reconheça a validade das estipulações presentes no acordo de acionistas com relação ao direito de voto dos componentes do conselho de administração, é sempre fundamental ter em vista que esta vinculação não é plena, isto é, não é abrangente a todas as matérias passíveis de apreciação pelo órgão.

Não há que se admitir, exemplificativamente, que se tenha estipulação em sede de acordo de acionistas que exija dos conselheiros aprovação irrestrita de qualquer proposta da diretoria ou ainda a tomada de decisões colidentes com o estatuto. Não se pode retirar do conselheiro o “juízo de

¹⁴¹ WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 16.

¹⁴² ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 64.

¹⁴³ TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. Modificações introduzidas na lei das sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias, p. 429.

¹⁴⁴ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Acordo de acionistas: um breve estudo acerca das modalidades, **Revista da Faculdade de Direito da UFPR**, p. 69.

conveniência e oportunidade conferido ao administrador”, sob pena de se alcançar situação extremada “onde melhor seria a honesta eliminação do próprio conselho de administração”¹⁴⁵, que sob tantas amarras não faria mais do que cumprir função formal.

Outrossim, sob nenhuma circunstância poderá o acordo de acionistas servir de escudo aos conselheiros que exercerem o direito de voto em violação a quaisquer de seus deveres ou de forma colidente com o interesse da sociedade, tido em sentido amplo.

Ademais, é preciso ter em vista a relevância prática do conselho não apenas em sua função deliberativa, posto que “é ele, na verdade, não apenas um órgão de deliberação, como, igualmente, de fiscalização”¹⁴⁶, o que só torna mais relevante a preservação de sua independência, por exemplo, frente à diretoria.

Na instância fiscalizadora, a propósito, é que se tem o caminho mais amplo para a atuação das minorias que, se por um lado, estão fadadas ao insucesso quando diametralmente opostas ao ponto de vista da maioria predominante no conselho, têm para si aberto acesso a informações que lhe dão grande potencial de fiscalização do modo de condução da companhia e que podem ser de suma importância na busca da responsabilização de gestores que deixam de atender a seus deveres e, por conseguinte, ao interesse da companhia.

Em suma, o não reconhecimento da relevância da atuação do conselho de administração parece fruto de uma visão das sociedades anônimas ainda ancorada em parâmetros não institucionais, de natureza essencialmente privada e cujo único fim é proporcionar valor monetário a quem nela investiu capital.

Sua importância é visível no mínimo por compor “uma entidade de supervisão e orientação da diretiva diária da Companhia e que pode funcionar como uma câmara restrita das vontades congregadas no instituto da sociedade

¹⁴⁵ CAMARGO, João Laudo de *et al.* **Conselho de administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas**, p. 400.

¹⁴⁶ MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, p. 291.

anônima”¹⁴⁷, pelas garantias que oferta aos minoritários e, por que não, aos representantes dos trabalhadores na fiscalização dos rumos que toma a companhia.

2.4. Diretoria

No regime do Decreto-Lei nº 2.627/1940, que configurava de maneira unitária a administração das sociedades anônimas, asseverava-se caber a administração da companhia a um ou mais *diretores* (não à *diretoria* enquanto órgão, o que traduz visão diversa da própria relação entre sociedade e administradores)¹⁴⁸.

Contudo, a partir da Lei nº 6.404/1976, a gestão da companhia deixou de orbitar apenas em torno dos diretores, com a instituição do conselho de administração (cuja presença é ora faculdade, ora dever, como se expôs *supra*). Ademais, a marcante visão orgânica fez dos diretores *diretoria*, exigiu presença de ao menos dois e, malgrado se tenha mantido íntegros seus poderes de representação¹⁴⁹, passou a dividir os poderes de gestão com o conselho de administração, a que se viu subordinada.

Sua vinculação à assembleia geral, outrora *imediata*, é ora *mediata*, tendo por intermediária a ação do conselho. Na ausência de conselho de administração, porém, segue aglutinando a totalidade dos poderes de administração da companhia, passando tanto a traçar a política de negócios da companhia quanto a executá-la¹⁵⁰, mantendo-se o vínculo imediato com a assembleia.

À diretoria incumbe a representação da companhia, conforme aponta o artigo 144 da Lei das Sociedades por Ações, sendo seu órgão executivo¹⁵¹ e, por ser esta a sua atribuição legal, cabe ao estatuto ou ao conselho de administração a especificação de em que limites esta representação se dá.

¹⁴⁷ ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 65.

¹⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 131.

¹⁴⁹ *Idem*, p. 132.

¹⁵⁰ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 210.

¹⁵¹ COELHO, Fabio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 226.

No silêncio destes, a lei prescreve que compete ao diretor a representação da companhia e a prática de todos os atos necessários ao seu funcionamento regular, isto é, à prática de todos os atos vinculados à consecução do objeto social da companhia, sem exceção, sendo que este mister pode ser exercido por eles pessoalmente, como também mediante mandatários, em cujo instrumento de nomeação deve constar, obrigatoriamente, os atos e operações que por eles poderão ser praticados, bem como seu período de duração (apenas ao mandato judicial se pode atribuir prazo indeterminado).

2.4.1. Composição

A diretoria deverá ser composta por dois ou mais membros (*i.e.*, não cabe mais a gestão por único diretor, como no pretérito Decreto-Lei), eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia geral, consoante disposto no artigo 143 da Lei das Sociedades por Ações.

Aquele dispositivo legal também aponta que o estatuto social deve (e o descumprimento levará à negativa de arquivamento no órgão competente) determinar: a) número de diretores, obedecido o mínimo legal; b) a maneira como se opera a sua substituição, em caso de renúncia, falecimento ou qualquer impedimento; c) o prazo do mandato que os diretores exercerão, obedecido o limite legal de três anos, mas permitida a reeleição; d) a determinação de seus poderes e atribuições.

De se destacar, outrossim, que há previsão legal no sentido de que apenas um terço dos integrantes do conselho de administração poderão ser eleitos para ocupação de cargos de diretoria, o que evidencia, por um lado, certa preocupação (bastante clara também no âmbito da Governança Corporativa, como se apontará *infra*) com a manutenção de uma clara separação de poderes dentro da companhia e, por outro, potencial entrosamento e harmonia na atuação dos dois órgãos administrativos¹⁵².

¹⁵² REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 210.

2.4.2. Competências e modo de atuação

Para além da função representativa da companhia, incumbência de todos os diretores, é praxe que os estatutos determinem, às vezes muito minuciosamente, as competências da diretoria, sendo também comum a estruturação de diretorias diversas, como a financeira, determinando-se as suas atribuições específicas, o que é da maior importância tanto para aferir responsabilidade dos gestores, quanto para aferir a características desta, que em alguns casos pode ser alçada à solidariedade, como se tratará *infra*.

Muito embora tenha natureza executiva e ao conselho é que, nominalmente, caibam as decisões estratégicas da companhia, é indiscutível a relevância da figura dos diretores, em especial a do diretor presidente, na tomada de decisões com potencial de responsabilidade, justamente por serem de sua alçada as definições diuturnas, dado que conselho e assembleia não se reúnem constantemente, razão pela qual os integrantes da diretoria são os mais comumente acionados em demandas que discutem responsabilidade civil de administradores.

O modo de atuação é individual (diferentemente do conselho e sua atuação colegiada) e inspirado na estrita divisão de competências. Neste ponto, o sistema brasileiro diverge de outros, como o francês, que permite não apenas a formatação da sociedade anônima com diretorias específicas, mas com diretório, que atuaria como órgão colegiado¹⁵³.

CARVALHOSA, a propósito, destaca que muito embora o § 3º do artigo 143 faculte ao estatuto a possibilidade de exigência de que determinadas decisões, atinentes a temas nele explícitos, deverão ser tomadas em reunião de diretoria e não por um diretor individualmente considerado, “não logra o órgão revestir-se de caráter colegial”, porque “[a]pesar de a decisão ser coletiva, o poder de executá-la é individual daquele diretor que o estatuto, para tanto, designou”¹⁵⁴.

¹⁵³ Neste esteio, Paul e Philippe DIDIER afirmam que “le directoire assume collectivement la responsabilité des décisions prises par chacun de ses membres dans le cadre des compétences qui lui ont été reconnues en propre, ce qui autorise le directoire à évoquer, chaque fois qu’il juge utile, les questions attribuées à tel ou tel des directeurs” (**Op. cit.**, p. 581).

¹⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 133.

Quanto á competência representativa, avulta ainda a questão dos limites da representatividade, de fundamental relevância para a aferição de responsabilidade.

Inicialmente, dada a competência representativa geral da diretoria, que se traduz no “poder de manifestar, externamente, em relação a terceiros, a vontade social”¹⁵⁵, é preciso ter sempre em vista que a companhia tem um objeto social vinculante, uma vez que as “pessoas jurídicas são constituídas para cumprir uma determinada missão e, por conseguinte, dotadas de uma capacidade específica para cumpri-la”¹⁵⁶.

Agindo para além deste objeto social, *i.e.*, atuando *ultra vires*, os diretores vinculariam a sociedade por suas ações? A dificuldade de elaboração de critérios de pertinência entre o objeto e a atuação dos diretores¹⁵⁷, bem com a necessidade de proteção das partes relacionadas de boa-fé, tornou tendência a inoponibilidade a terceiros de boa-fé das limitações estatutárias aos poderes representativos dos diretores, considerados como de boa-fé aqueles terceiros que não tivessem conhecimento efetivo delas, não fossem obrigados a ter ou se, tendo, tivesse consciência de que as limitações estavam ultrapassadas pelas circunstâncias¹⁵⁸. É a proteção da *aparência*, devidamente absorvida também pelo direito brasileiro¹⁵⁹, na seara doutrinária e jurisprudencial, malgrado o Código Civil traga enunciado em seu artigo 1.015¹⁶⁰ que caminha em sentido contrário à evolução técnica¹⁶¹.

2.4.3. Diretoria e Governança Corporativa

¹⁵⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O alcance das limitações estatutárias ao poder de representação dos diretores. **Revista de Direito Mercantil**, p. 9.

¹⁵⁶ Idem, p. 11.

¹⁵⁷ Idem, ibidem.

¹⁵⁸ Idem, p. 21.

¹⁵⁹ Idem, p. 22.

¹⁶⁰ Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.

Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses:

I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade;

II - provando-se que era conhecida do terceiro;

III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

¹⁶¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**, p. 209.

Ainda adotando como parâmetro o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o trato da Diretoria se dá no tópico *Gestão*, o que expressa, sempre tendo em vista o paradigma da Administração de Empresas, uma concepção que vê nos diretores os verdadeiros *gestores* da companhia.

Neste esteio, aponta-se na figura do Diretor-Presidente (o equivalente ao conhecido *Chief Executive Officer* – CEO) o elo entre o conselho de administração e a diretoria, que deve guardar lealdade à organização e executar as diretrizes fixadas pelo conselho¹⁶².

Quanto aos demais diretores, são tidos como responsáveis por suas específicas atribuições (competências estatutárias), servindo como baliza da conduta dos diretores em geral o conceito de *segregação das atribuições*¹⁶³, o que denota a preocupação com a especialização, imperativo da complexidade das grandes companhias.

Destacáveis, ainda: (i) a preocupação quanto à relação com os *stakeholders*, expressa na admoestação de que se estabeleça, com eles, relações *transparentes* e de *longo prazo*¹⁶⁴¹⁶⁵; (ii) o apontamento de que a transparência significa prestação de informações (*disclosure*), com prevalência da substância sobre a forma e com adoção de linguagem compatível com o público-alvo¹⁶⁶; e, finalmente, (iii) que a remuneração deve ser vinculada a resultados, com metas não só de curto, mas de longo prazo¹⁶⁷, um dos pontos de maior reflexo midiático na crise recente.

São também aplicáveis à diretoria as considerações quanto ao hiato que separa a projeção ideal dos reflexos pragmáticos, mas tanto quanto no que tange ao conselho, as normas¹⁶⁸ de governança voltam-se a uma ação sustentável e de longo prazo, a uma relação harmoniosa como os

¹⁶² IBGC. **Op. cit.**, p. 54.

¹⁶³ Idem, *ibidem*.

¹⁶⁴ Idem, *ibidem*.

¹⁶⁵ A questão do longo prazo é central no debate acerca da responsabilidade, em especial como conformação de baliza para a atuação gestora condizendo com a função social da companhia, sendo ainda tópico central para ensejar a atuação cooperativa, fundamental quando se tem a sustentabilidade em vista.

¹⁶⁶ IBGC. **Op. cit.**, p. 54.

¹⁶⁷ Idem, p. 56.

¹⁶⁸ *Normas*, impende recordar, não no sentido jurídico, mas como ditames da Administração de Empresas enquanto ramo do conhecimento e que, eventualmente,

stakeholders, no que representam valiosos conteúdos quando se pensa a companhia à luz de sua função sócio-econômica.

2.4.4. Considerações sobre a atuação da diretoria

Independentemente das grandes diretrizes estratégicas, do planejamento em nível superior, quem *age* pela companhia, de forma diuturna, é a diretoria. Ademais, a crescente especialização da gestão empresarial, exigindo profissionais tecnicamente qualificados, com ampla experiência de mercado, torna a diretoria de uma companhia que tem anseios reais de competitividade um ambiente para profissionais seletos, de remunerações elevadas e qualificação acima da média.

É o caminho que segue Fran MARTINS, ao asseverar que “a Diretoria deve ser encarada, na anônima atual, como um órgão técnico a ser preenchido por pessoas tecnicamente capacitadas para exercer tais funções”¹⁶⁹ e, fazendo valer esta natureza técnica, aponta ser ela “um órgão técnico que, representando a sociedade, procurará realizar o objeto social, seguindo a orientação fixada pelo Conselho”¹⁷⁰.

O equilíbrio na vinculação com o conselho de administração se apresenta, aliás, como questão chave.

Por um lado, com o crescente advento do controle partilhado, o conselho, de órgão colegiado de atuação menos concreta passou a decidir casos concretos numerosos, relegando a diretoria, muitas vezes, à condição de *longa manus*, de executora material, e fazendo do conselho um “órgão de gestão de segundo grau”¹⁷¹.

Realidades em que o a pulverização de controle é mais marcante, como se tem nos Estados Unidos da América, por sua vez, exacerbam o papel da diretoria, sendo muito comum que o presidente do conselho acumule também a condição de diretor presidente e, na falta de um controlador efetivo, como tipicamente se tem em realidades de pulverização, acaba-se por ter

¹⁶⁹ MARTINS, Fran. **Comentários**, p. 298-9.

¹⁷⁰ Idem, p. 290.

¹⁷¹ WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 20.

hipertrofiado o papel da diretoria, dando liberdade de atuação praticamente ilimitada ao seu *CEO*, normalmente submetido apenas ao controle dos resultados monetários imediatos (em perigosa lógica de curto prazo).

O contexto de crise que reforça a necessidade de se pensar a responsabilidade dos gestores, que será objeto de análise mais detida *infra*, guarda íntima relação com a atuação desamarrada de gestores com competência que, na prática, se hipertrofia.

Embora a realidade brasileira ainda não seja de pulverização, é certo que esta é, sob certo ponto de vista, uma tendência dos mercados de capitais bem desenvolvidos. Conceitos como *uma ação*, *um voto*, voltados à supressão da emissão de ações preferenciais, voltam-se justamente a esse modelo de sociedade anônima com múltiplos acionistas com voz e vez, diferente do minoritário clássico.

Maiores digressões acerca da atuação dos diretores, em especial à luz dos seus deveres e, por consequência, de suas responsabilidades, serão objeto dos capítulos subseqüentes.

2.5. Normas comuns aos administradores

Para além do que há de especificamente previsto para o conselho de administração, há um arcabouço normativo comum a todos os gestores, sejam conselheiros ou diretores, atinentes a requisitos, impedimentos, investidura e remuneração, que passam a ser objeto de análise, guardando-se as normas igualmente comuns e referentes a deveres e responsabilidades, eixo central do presente estudo, que terão trato específico posterior.

2.5.1. Requisitos e impedimentos

Por força de lei, podem ser eleitos para compor órgãos gestores das sociedades anônimas as pessoas naturais (art. 146, LSA), excluídas as pessoas jurídicas, o que enseja críticas, apontadas *supra*.

Quanto aos diretores, há ainda a exigência de que sejam residentes no país (art. 146, LSA, parte final), dada sua condição de representantes da empresa, exigência que não se estende aos conselheiros. No que se refere a

estes, a possibilidade de posse de um conselheiro cuja residência ou domicílio seja no exterior é condicionada à constituição de um representante residente no Brasil que tenha poderes para receber citação em demandas em face dele propostas com fulcro na legislação societária (*ergo*, não em qualquer demanda), poderes estes calcados em procuração com prazo de validade cujo termo final não seja anterior a 3 (três) anos a partir do término do prazo do mandato como conselheiro.

Não podem ser eleitos para os cargos de administração das sociedades anônimas: (i) os impedidas por lei especial; (ii) os que tenham sido condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade; (iii) que tenham sido condenados a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; (iv) especificamente quanto às companhias abertas, aqueles que tenham sido declarados inabilitados por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

Há, ainda, exigências de ordem ética, como a que exige do conselheiro *reputação ilibada* e veda a eleição, salvo explícita dispensa da assembleia geral, de conselheiro que ocupe cargos em sociedades potenciais concorrentes no mercado ou ainda que tenha, em face da sociedade, interesses conflitantes, devendo o conselheiro firmar, nos moldes exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários, declaração de que atende às exigências indigitadas.

2.5.2. Da garantia

Garante-se ao estatuto a *faculdade* de estabelecer que para o exercício da atividade de administrador se dê garantia, seja a partir do penhor de ações da companhia ou qualquer outra, pelo titular ou por terceiros (art. 148), sendo que sobredita garantia somente poderá ser levantada após a aprovação das últimas contas do administrador que deixar o cargo (art. 148, parágrafo único).

2.5.3. Da investidura

A investidura dos conselheiros e dos diretores se dá pela assinatura do termo de posse no respectivo livro, devendo o termo ser assinado no prazo de 30 (trinta) dias a partir da nomeação, sob pena de tornar-se sem efeito, caso não se apresente ao órgão e seja por ele aceita uma justificativa.

Relevante, para fins de responsabilização do administrador, a exigência de que, para ser válido, o termo deva conter a indicação de ao menos um domicílio para recepção de citações e intimações, tanto dos processos administrativos quanto judiciais em face dele correntes e que tenham por objeto atos de sua gestão (ou seja, não pode disto se valer quem o demandar por razão outra que não um ato de gestão diretamente vinculado ao cargo cuja posse o termo constitui), considerando-se cumpridas, citação ou intimação, pela simples entrega do documento respectivo no domicílio apontado. O instrumento é de notória preocupação pragmática, exigindo-se ainda que qualquer alteração seja feita por comunicação escrita à companhia.

2.5.4. Substituição e termo final da gestão

A menos que em contrário preveja o estatuto, quando por qualquer razão vagar cargo de conselheiro, o substituto será eleito pelos conselheiros remanescentes e seguirá no cargo até a assembleia geral subsequente. Contudo, caso a vacância seja da maioria dos cargos, dever-se-á convocar assembleia geral a fim de que esta proceda a nova eleição (art. 150). E, ainda, se vagos todos eles, dispõe a lei que a incumbência de convocação da assembleia passa a ser da diretoria.

Quanto à diretoria, se vagos seus cargos, impende, primeiramente, ao conselho de administração sua eleição. Inexistente este, cabe ao conselho fiscal, se funcionando, ou a qualquer acionista, a convocação da assembleia geral a fim de que esta eleja os novos. Como regra de transição, há previsão de que é dever do titular do maior número de ações praticar, até a ocorrência da assembleia, os atos urgentes de gestão da companhia.

Todo substituto ficará adstrito ao prazo do mandato do substituído e o prazo de gestão é sempre estendido, trate-se de conselho de administração ou

diretoria, até o momento da investidura dos novos administradores eleitos, tudo com vistas a se ter presente e conhecido, durante todo o período de existência da companhia, aqueles a quem são atribuídas as suas competências de gestão e, por conseguinte, aqueles que em face delas podem ser responsabilizados.

2.5.5. Da renúncia

A renúncia do gestor é tida como eficaz em face da companhia a partir do momento da entrega da comunicação oficial, firmada pelo renunciante. Quanto aos terceiros de boa-fé, porém, sua eficácia nasce apenas após o arquivamento no registro de comércio e a publicação, ambos atos que podem ser promovidos pelo próprio renunciante, se de seu interesse.

2.5.6. Da remuneração

Cabe à assembleia geral a fixação do montante global ou individual da remuneração dos gestores, incluindo os benefícios de qualquer natureza, bem como as verbas de representação, para tanto tendo como balizas a medida das responsabilidades, o tempo de dedicação às funções, a competência e a reputação profissional do administrador, bem como o valor dos seus serviços no mercado (art. 152).

Determina-se, ainda, que o se o estatuto fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido, poder-se-á atribuir aos administradores participação nos lucros, mas dita participação não pode extrapolar o total da sua remuneração anual, tampouco um décimo dos lucros da companhia, prevalecendo o menor valor. A participação nos lucros, porém, só pode ocorrer se naquele exercício for atribuído o dividendo obrigatório aos acionistas.

Para além do direito posto, aparentemente singelo, a política de remuneração assume papel de extrema importância no que tange à responsabilidade dos administradores, uma vez que um modelo de política remuneratória adequadamente instituído evita diversos comportamentos deletérios, como as unanimemente condenadas atitudes dos gestores no período da crise do *subprime* que acabaram por receber vultosos bônus, dado

seu desempenho de curto prazo. Desempenho este em muito responsável pelo próprio desencadeamento da crise econômica.

Há preocupação com os excessos, cabendo mencionar o modelo francês, em que é praxe, nas grandes companhias abertas, a instituição de um comitê especializado do conselho, chamado *comitê des rémunérations*, com o encargo de estabelecer as políticas remuneratórias dos dirigentes. Além disso, um segundo método preventivo daquele sistema, mencionam Paul e Philippe DIDIER, é garantir a todo acionista o direito de, respeitados determinados prazos e condições, ter acesso ao montante global das remunerações, além do valor da remuneração das cinco pessoas mais bem remuneradas, se o número de empregados é inferior a duzentos, ou das dez, se superior¹⁷².

¹⁷² DIDIER, Paul; DIDIER, Philippe. **Droit Commercial: Les sociétés commerciales**, p. 268-269.

3. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES

Os artigos 153 a 160 da Lei das Sociedades por Ações cuidam da delimitação dos deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades que regula, com o fito de, nos termos da sua Exposição de Motivos “fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário”.

A construção do sistema de deveres e responsabilidades é declaradamente pautada no direito comparado, como declara a Exposição ao asseverar que as normas que enuncia, “em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos”, mas alerta que sua formulação se deu “tendo presente a realidade nacional” e declara, ainda, que visam a “orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos”, servindo ainda “para caracterizar e coibir abusos”.

Para Fran MARTINS, a principal finalidade desta seção é “evitar que a minoria tenha os seus direitos esbulhados pelos que possuem o poder de mando da sociedade”¹⁷³.

Fundamental, contudo, não observar a questão dos deveres apenas de forma intra-societária. A própria Exposição de Motivos, como citado, ressalta, para além da defesa da minoria, o escopo de tornar “efetiva e imprescindível a responsabilidade social do empresário”, diretriz que não pode ser desconsiderada na interpretação do arcabouço normativo que apresenta o elenco de deveres e os meios de responsabilização.

Cabe, porém, ter em vista que a responsabilidade social do empresário, repetida amiúde aqui e acolá, normalmente sem muito critério, precisa ser pensada como responsabilidade sócio-econômica, de modo que não se caia nos “excessos utópicos”, também apontados como deletérios quando expostos os motivos da LSA.

Feitas estas considerações, dedicar-se-á os tópicos subseqüentes à descrição dos deveres, aos critérios de responsabilidade e ao manejo da própria ação de responsabilidade, com foco na responsabilidade civil.

¹⁷³ MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das S/A**, p. 358.

3.1. Deveres

Os diretores e conselheiros, na condição de administradores das sociedades anônimas, têm sua atuação pautada por um rol de deveres prescritos em lei, especialmente nos artigos 153 e seguintes da Lei nº 6.404/1976, no caso da legislação societária brasileira.

São os deveres de diligência, de atendimento às finalidades da empresa, de lealdade e de informar¹⁷⁴, a que se pode acrescentar um dever ético-social, como assevera REQUIÃO¹⁷⁵, com fulcro no enunciado do artigo 154, de que se tratará adiante. Além destes, pode-se falar em outros deveres, mais pontuais, como o de divulgação documentos com antecedência (art. 133), de convocação da assembleia geral ordinária (art. 123), além de deveres implícitos, como o de respeitar o estatuto e cumprir as deliberações dos órgãos societários superiores¹⁷⁶.

O rol de deveres é nitidamente inspirado no direito estadunidense, no qual se expressam a partir dos ditos *standards*, que se pautam na conduta tida como razoável, média¹⁷⁷. Naquele ordenamento, historicamente, apontava-se dois deveres primordiais: o de diligência (*duty of care*) e o de lealdade (*duty of loyalty*)¹⁷⁸, ensejando responsabilidade apenas a violação deste último. A complexidade cresceu a partir da atuação da Suprema Corte de Delaware, sobremaneira desde *Smith v. Van Gorkom* (detalhes sobre o caso *infra*, no trato da *business judgment rule*).

Há quem aponte¹⁷⁹, hodiernamente, que os deveres, no *Common Law* norte-americano, se estendem a cinco: dever de diligência (*care*), de lealdade (*loyalty*), de objetividade (*objectivity*), de boa-fé (*good faith*) e racionalidade (*rationality*). O quinteto apontado apresentar-se-ia dividindo-se os *fiduciary duties* em níveis de abstração decrescente. No primeiro nível, de abstração

174 COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. Cit.**, p. 242.

175 REQUIÃO, Rubens. **Op. Cit.**, p. 218.

176 COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. Cit.**, p. 243.

177 PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**, p. 34.

178 VELASCO, Julian. How Many Fiduciary Duties Are There In Corporate Law?, **Notre Dame Law School Legal Studies**, p. 1232-1233.

¹⁷⁹ Idem, p. 1235.

máxima, ter-se-ia um único dever, o de perseguir os melhores interesses da companhia e de seus acionistas¹⁸⁰. Nos níveis seguintes, diminuindo-se o nível de abstração, chegar-se-ia aos cinco deveres indigitados, cada um vinculado a um paradigma de aferição de cumprimento. Assim, *e.g.*, o *duty of care* é verificável a partir da *business judgment rule*, enquanto que o *duty of loyalty* se lê pelo *entire fairness test*¹⁸¹.

O *company law* inglês, por sua vez, aponta para a presença de sete deveres gerais: (i) dever de agir dentro dos poderes; (ii) dever de promover o sucesso da companhia; (iii) dever de tomada de decisões independentes; (iv) dever de exercício de cuidado, habilidade e diligência razoáveis; (v) dever de evitar conflitos de interesse; (vi) dever de não aceitar benefícios de terceiros; (vii) dever de se declarar interessado em transações¹⁸².

Para os fins da análise presente, serão considerados os quatro deveres mais amplos apresentados pela legislação das sociedades anônimas brasileiras, quais sejam: de diligência, de atendimento às finalidades da empresa, de lealdade e de informar.

Os deveres dos dirigentes societários podem ser descritos de forma sintética ou analítica¹⁸³. Sintética é a definição que se dá por meio de referências genéricas e não conceituadas pela lei, como o *dever de diligência e interesse social*, trazendo como inconveniência a ampla flexibilidade, que expõe ao risco de subjetivismos. Analítica é a definição mais exata dos deveres dos administradores, com a vantagem de oferecer segurança, mas com a desvantagem de não poder ser taxativa¹⁸⁴.

¹⁸⁰ Idem, p. 1281.

¹⁸¹ Idem, p. 1315.

¹⁸² O elenco é de MAYSON, Stephen W. *et alii*, **Company Law**, p. 477, no original *in verbis*: “The seven general duties are: duty to act within powers; duty to promote the success of the company; duty to exercise independent judgment; duty to exercise reasonable care, skill and diligence; duty to avoid conflicts of interest; duty not to accept benefits from third parties; duty to declare interest in proposed transaction or arrangement”.

¹⁸³ Há mesmo certa dificuldade, concretamente, de avaliar qual o dever jurídico infringido por um administrador, tendo em vista que estes em parte se sobrepõem, em especial quando definidos de forma sintética, como o dever de diligência e o dever de lealdade, em alguns de seus pontos. Dificuldade, a propósito, presente também no ordenamento jurídico estadunidense, como aponta Carlos Klein ZANINI (A doutrina dos *fiduciary duties* no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 138).

¹⁸⁴ GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, p. 14.

A legislação brasileira, segundo EIZIRIK *et ali*, adotou critério misto¹⁸⁵, descrevendo especificamente condutas vedadas aos administradores, como no artigo 154, §2º¹⁸⁶, mas recorrendo também a “*standards* ou referências genéricas e abstratas”, como quando se refere ao cuidado do homem ativo e probo, no artigo 153¹⁸⁷.

Os deveres mais abstratos expressam, em maior ou menor medida, um *conceito jurídico indeterminado*. Portanto, determinadas condutas administrativas, comissivas ou omissivas, representam clara violação de determinados deveres. *I.e.*, um administrador que toma decisões sem a mínima análise viola, claramente, o dever de diligência. Outras condutas, contudo, em especial envolvendo decisões de negócio, podem ou não ser tidas como irregulares, havendo decisões paradigmáticas que surpreenderam a comunidade jurídica, caso da supramencionada *Smith v. Van Gorkom*, que aumentou a exposição dos gestores à responsabilidade, afetando o próprio mercado de seguro de responsabilidade voltado aos gestores¹⁸⁸.

3.1.1. Dever de diligência

O dever de diligência está consubstanciado no artigo 153 da Lei nº 6.404/1976, cujo *caput* prevê que “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

A redação atual aproxima-se daquela do revogado Decreto-Lei nº 2.627/1940, que asseverava ser dever dos diretores “empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa como no do bem público, a

¹⁸⁵ EIZIRIK, Nelson *et ali*. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**, p. 405.

¹⁸⁶ Art. 154. (...) § 2º É vedado ao administrador: (...) b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

¹⁸⁷ Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

¹⁸⁸ BAINBRIDGE, Stephen M.. *Smith v. Van gorkom*. **UCLA School of Law: Law & Economics Research Paper**, p. 2.

diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”.

Há uma vinculação explícita, portanto, à figura do *homem ativo e probo*, vinculação que também aparece no Código Civil, muito mais recente do que a LSA (embora tenha embrião na mesma década de 70), conforme se depreende da leitura do artigo 1.011, encrustado na seção referente às sociedades simples (e, por conseguinte, com anseios de subsidiariedade com relação aos demais tipos societários contemplados pelo Código), que explicita que o “administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”.

Todos os textos normativos citados trazem como parâmetro o *homem ativo e probo*, que remete ao referencial romano do bom pai de família¹⁸⁹ (*bonus pater familias*). O administrador deve encarnar, nas palavras de José Eunápio BORGES, “a tradicional figura romana da *vir probus* do *bonus pater familias*”¹⁹⁰.

A noção de *bom pai de família* remete ao homem médio, sem qualidades excepcionais, cuja diligência, zelo, empenho, são considerados parâmetro comparativo para aferição da diligência, do zelo, do empenho do administrador de empresas¹⁹¹. Não se busca sequer referencial no homem de negócios médio,

¹⁸⁹ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 42.

¹⁹⁰ BORGES, José Eunápio. **Curso de Direito Comercial Terrestre**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967. Destaque-se que o autor comentava o antigo Decreto-Lei 2627/1940, em que o paradigma do bom pai de família também aparecia. O conceito traz dois elementos essenciais, na lição de Flávia Almeida Viveiros de CASTRO: o *pai de família* e o *bom*, sendo que “o primeiro elemento significava, como significa, o modelo de conduta que faz referência ao tipo de homem não técnico, aquele despojado de conhecimentos especializados, em contraposição ao *expert*, ao *perito*”, enquanto “[p]elo adjetivo *bom* deveria como deve ser entendido o grau médio de conduta: nem ruim, nem excelente, apenas *boa*, como pretende ser aquela de todos os cidadãos responsáveis” (O modelo do bom pai de família e a responsabilidade civil contratual. **Direito, Estado e Sociedade**, p. 18).

¹⁹¹ A determinação do parâmetro é essencial para a aferição do cumprimento do dever de diligência e a responsabilização pela sua violação. Tratando da responsabilidade civil em geral, Antunes Varela aponta que esta exige, “em primeiro lugar, saber qual é o padrão por que se afere a conduta do lesante ou, em outras palavras, qual é a bitola com que se mede o grau de diligência que dele é exigível”, se das habilidades médias concretas ou se do homem *normal*, aduzindo que, ao se referir a este último, a lei tem em vista o “modelo de um homem-tipo, pelo padrão de um sujeito ideal, a que os romanos davam a designação prosaica de *bônus pater familias*, e que é, no fundo, o tipo de home-médio ou normal que as leis têm em vista ao

Para além deste eixo central, calcado no *pater familias*, Modesto CARVALHOSA destaca ainda o acréscimo do *standard of care* no texto atual, sob influxo do direito estadunidense¹⁹². Os *standards* atuam como enunciados, diretivas diretamente vinculadas à noção de homem médio, sem conteúdo fechado, mas com a determinação de uma linha de conduta média que serve de parâmetro comparativo¹⁹³.

Deixa-se, contudo, de exigir legalmente condição profissional ou qualquer sorte de qualificação técnica específica. Não há necessidade de se ter formação universitária, de demonstrar experiência pretérita como gestor. Não há controle específico de competência que se dê *a priori*. A *diligência* do gestor no desempenho de suas atividades só é aferida *a posteriori*, frente a atos concretos, que são lançados em comparação com o *standard* respectivo, do qual se extrai um juízo de compatibilidade que, se positivo, representa cumprimento do dever e, se negativo, descumprimento.

3.1.1.1. Aspectos do dever de diligência

Para melhor compreensão, o dever de diligência pode ser dissociado em cinco aspectos: (i) dever de qualificação para o exercício do cargo; (ii) dever de administrar bem; (iii) dever de informar-se; (iv) dever de investigação; e (v) dever de vigilância¹⁹⁴.

3.1.1.2. Dever de qualificação para o exercício

Como adverte REQUIÃO, a administração das empresas alcançou dignidade universitária, não havendo mais campo para empirismo e improvisação¹⁹⁵. Não é razoável comparar o administrador de empresa com um indivíduo médio, uma “pessoa comum”¹⁹⁶, uma vez que a gestão de negócios envolve a assunção de riscos e a lida com temas de alta complexidade, com

fixarem os direitos e deveres das pessoas em sociedade” (VARELA, Antunes. **Das obrigações em geral**, p. 595).

¹⁹² CARVALHOSA, Modesto. **Op. Cit.**, p. 265.

¹⁹³ PARENTE, Flávia. **Op. Cit.**, p. 34-35.

¹⁹⁴ O rol é de PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 101-102.

¹⁹⁵ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 218.

¹⁹⁶ PARENTE, Flávia. **Op. Cit.**, p. 66.

impacto potencial tanto para os investidores quanto para a comunidade em que se insere a companhia.

A jurisprudência estadunidense já se debruçou sobre o tema da qualificação dos gestores, como em *Francis v. United Jersey Bank*¹⁹⁷, em que se consolidou orientação no sentido de que, em regra, o gestor deve adquirir ao menos compreensão rudimentar dos negócios da companhia, firmando-se precedente no sentido de que incumbe às pessoas que aceitarem o cargo de gestores o “dever de adquirir os conhecimentos mínimos e elementares a respeito das atividades desenvolvidas pela sociedade”¹⁹⁸. Do contrário, deverão recusar-se ao exercício, ou arcar com a responsabilidade pelos prejuízos causados pelas decisões que tomar sem ter sequer o mínimo conhecimento.

Note-se, contudo, não haver qualquer referência à necessidade de uma capacidade profissional específica ou de uma formação determinada. Exige-se, apenas, conhecimento rudimentar da gestão do negócio.

Se para os pequenos empreendimentos a ideia de um conhecimento rudimentar parece bastante, sendo utópico exigir conhecimento técnico aprofundado, para os empreendimentos de maior porte, como as típicas sociedades anônimas abertas, parece temerário o contentamento com noção básica de fundamentos de gestão, quando se tem em vista o dano potencial de uma má decisão, tanto para os acionistas como para as demais partes relacionadas.

¹⁹⁷ *Francis v. United Jersey Bank*, 87 N.J. 15, 432 A.2d 814 (N.J. 1981), girou em torno da *Pritchard & Baird*, companhia de propriedade de Pritchard, cujo conselho era composto por este, sua esposa e seus dois filhos. Quando o patriarca faleceu, a esposa teve problemas com bebida e nunca agiu com zelo na efetivação de seus deveres como conselheira. Os filhos, por sua vez, emprestaram grandes somas de dinheiro da companhia, que se tornou insolvente. A esposa foi, então, ré em demanda judicial voltada à defesa dos interesses dos credores da companhia, sendo considerada responsável, concluindo a corte que não é isento de responsabilidade o administrador desqualificado, que só ocupa a posição por conexões pessoais e do qual supostamente não se espera conhecimento efetivo do negócio, concluindo ainda que se a conselheira tivesse cumprido seus deveres fiduciários teria se apercebido rapidamente da apropriação ilícita de fundos da companhia por seus filhos e teria tido condições de agir antes da insolvência da companhia.

¹⁹⁸ *Idem*, p. 103.

É essencial, portanto, que se guarde relação de proporcionalidade direta entre o porte do empreendimento e o nível de conhecimento exigido do administrador¹⁹⁹.

No tocante ao parâmetro geral e tendo em tela o direito brasileiro, a própria LSA, como lembra Fran MARTINS²⁰⁰, determina que a remuneração dos gestores, nos termos do artigo 152²⁰¹, deve ser estipulada “tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado”. Sendo assim, competência e reputação profissional são considerados essenciais na fixação de estipêndios dos gestores e, na mesma medida, deveriam ter sido albergados pelo artigo 153 para “acentuar o caráter técnico ou profissional do administrador da companhia”²⁰², o que tornaria o dispositivo coerente com o artigo 152, responsabilizando o gestor pelos prejuízos ocasionados também por falta de conhecimentos especializados.

Assim, Fabio Ulhoa COELHO aponta que é preciso vincular o conteúdo da diligência prevista pelo artigo 153 com os cânones da Administração enquanto ramo do conhecimento, atribuindo a condição de diligente ao administrador que “observa os postulados daquele corpo de conhecimentos tecnológicos, fazendo o que nele se recomenda e não fazendo o que se desaconselha”²⁰³.

¹⁹⁹ Tome-se, *e.g.*, a manifestação da CVM no Processo Administrativo Sancionador nº 8/2008, que será objeto de análise *infra* (caso Sadia), em que se aponta, *verbis*: “**O padrão para o dever de diligência de administradores de companhias abertas não é o do pater familiae e sim o do administrador profissional competente**, que visa à consecução do objeto social, com a obtenção de lucros para a companhia. Nesse ponto, o administrador pode tomar riscos, evidentemente. São decisões que afetam o dia a dia de qualquer companhia. Mas, por outro lado, deve atentar-se às regras que foram estabelecidas para a gestão dos negócios e, especialmente, para a tomada de riscos” (g.n.).

²⁰⁰ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 363.

²⁰¹ O dispositivo apresentava o parâmetro tanto em sua versão original (Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.), baliza de que se serviu o autor à época do texto, como em sua versão modificada pela Lei nº 9.457/1997 (Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.), já que esta inseriu apenas o excerto “inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação”, não alterando a essência do parâmetro para a estipulação dos estipêndios.

²⁰² MARTINS, Fran. **Op. cit.** p. 363.

²⁰³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 244.

A verificação de se um administrador observou ou não, no caso concreto, seu dever de diligência, dá-se a partir da comparação entre a conduta sob análise com a que um hipotético administrador de empresas *competente* teria adotado se presentes circunstâncias específicas condizentes com aquelas que permearam a decisão avaliada²⁰⁴.

Como sintetiza CORRÊA-LIMA, postos os deveres como balizas, “encontra-se uma área de discricionariedade, dentro da qual o administrador circula livremente, orientado pelos princípios da ciência da administração de empresas”²⁰⁵. Dentro deste balizamento, a propósito, a atuação do gestor estará protegida de revisão externa e responsabilização, sob a égide da *business judgment rule*, como exposto *infra*.

Vale ressaltar que a condição de competente não traz como *conditio sine qua non* a presença de diploma universitário ou a prova de freqüência a cursos voltados à gestão empresarial. Há ampla evidência empírica de que a formação de bons gestores independe da formação universitária, isto sem negar o mérito desta última.

O que se tem claro é que, muito embora não se exija formação prévia, *a priori*, no momento de aferir se o gestor é ou não é competente, este deverá ser sempre comparado com o gestor especializado e com a produção de conhecimento atinente à gestão empresarial.

Neste ponto é de se ter clara a função do intérprete, em sua atuação atualizadora da norma jurídica, na eterna busca de sua atualização. Não cabe engessar um diploma de 1976 aos parâmetros fáticos daquela década e, por força disto, manter o *homem médio* como paradigma de diligência até que se dê mudança legislativa. Uma postura passiva, de aceitação da fixação do conteúdo da regra a partir, apenas, da sua configuração de época, mostra-se especialmente incompatível com um ramo do direito tradicionalmente construído a partir da praxe, irrequieto e voltado à atualização constante, imperativo de sua necessária correspondência com o arcabouço de relações que visa a regular, como o Direito Comercial.

²⁰⁴ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 52.

²⁰⁵ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**, p. 204.

É crucial, portanto, uma formatação do conceito de diligência que permita, como aponta Waldirio BULGARELLI, “a imposição de um padrão, de um *standard*, de um modelo de atuação, não de simples pai de família, *vir diligens ac probus, bonus pater familias, vir optimus et Purus*, do igesto, mas de administrador eficiente, ou seja, com a exigência da *peritia artis*, portanto de capacidade profissional”²⁰⁶.

3.1.1.3. Dever de bem administrar

Se por um lado a condição de administrador configura um *poder*, na medida em que são atribuídas variadas competências em relação às quais o nomeado tem o poder de vincular a companhia, de por ela decidir, sob outro viés se pode afirmar que há aí também um *dever*.

As competências estipuladas configuram o papel daquele gestor na busca pela realização do objeto social e, assim, contemplam *poder-dever*, isto é, o administrador tem o poder de gerir a sociedade, mas não tem disposição sobre dito poder. Tem, sobre o exercício do poder, um dever.

Em suma, os administradores têm “o dever de desempenhar o cargo que lhes foi outorgado, praticando os atos que forem adequados à consecução do interesse social”²⁰⁷. E devem fazê-lo com zelo, com empenho, donde emana que o dever não é apenas de administrar, mas de bem administrar, respeitando, como aponta Paul e Philippe DIDIER, os métodos de gerência, as normas financeiras, as práticas comerciais correspondentes ao porte da companhia e ao setor da economia em que se insere²⁰⁸.

²⁰⁶ BULGARELLI, Waldirio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, p. 75. Acrescenta, ainda, o autor que: “Se a companhia deve alcançar os seus fins (escopo-fim) através do exercício da empresa (escopo-meio) o conteúdo das atribuições dos administradores é integrado pela gestão social genérica, que abrange não só o cumprimento da lei e do contrato societário, mas também o exercício da empresa, e nesse sentido, a exigência de um padrão gerencial baseado na capacidade profissional é um imperativo da realidade (p. 77).

²⁰⁷ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 110.

²⁰⁸ DIDIER, Paul; DIDIER, Philippe. **Op. cit.**, p. 236. “La jurisprudence considère qu’il existe, variables selon la taille et le secteur de l’entreprise, des méthodes de management, des normes financières, des pratiques commerciales, des principes d’organisation communément reconnus et enseignés, dont la méconnaissance grave constitue précisément une faute de gestion”.

Deve-se exercer as competências outorgadas, sendo qualificado, tomando decisões informadas, investigando e vigiando, nos termos dos demais aspectos enunciados do dever de diligência.

3.1.1.4. Dever de se informar

Por dever de informar-se se compreende a “obrigação de reunir o maior número de informações possível a respeito da matéria relacionada com as decisões que [os administradores] pretendem adotar no sentido de cumprirem o seu dever de bem administrar”²⁰⁹. Configura-se, destarte, como o dever de tomar decisões informadas.

Atendê-lo demanda tanto o zelo individual do administrador, no sentido de buscar informar-se, por si, sobre o conteúdo da proposta, da oportunidade de negócio, como ainda a possibilidade de contratar pareceres e opiniões técnicas especializadas²¹⁰, comportamento recomendável em caso de decisões mais relevantes, com o fito de evitar posteriores questionamentos e a eventual responsabilização por violação do dever de diligência.

3.1.1.5. Dever de investigação

O dever de investigação vincula-se de maneira direta ao dever de se informar, como também ao dever de vigilância, que será objeto de tópico *infra*.

Ele impõe aos gestores “a obrigação de analisarem criticamente as informações que lhes foram fornecidas a fim de detectar potenciais problemas que possam vir a afetar as atividades desenvolvidas pela companhia”²¹¹, apresentando dois âmbitos de incidência: (i) dever de análise crítica das

²⁰⁹ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 111.

²¹⁰ A CVM posiciona-se no sentido de que não basta a simples contratação para se ter como plenamente atendido o dever de se informar, como se depreende do excerto: “Nesse sentido, apesar da tendência existente de se garantir aos administradores o direito de confiar nas informações prestadas por terceiros experts, destaca-se que integra o dever de se informar a conferência, a investigação e a supervisão das fontes, sob pena de atuação sem o cuidado e a diligência devidos. O dever de cuidado exige a desconfiança, inclusive de laudos técnicos e periciais, desde que fundamentada²⁵ e nada mais natural que o administrador exija esclarecimentos e eventuais revisões de um trabalho contratado quando este apresenta flagrantes omissões.” (Processo Administrativo Sancionador nº 08/2005, Rel. Dir. Eli Loria)

²¹¹ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 120.

informações obtidas por força do dever de informar; (ii) dever de investigar o que se verifica a partir do dever de vigiar.

A primeira das faces do dever dá ao dever de informar-se uma conotação que supera o mero formalismo. Isto no sentido de que, se desconsiderado o dever de analisar criticamente as informações prestadas, bastaria a condução de um debate, bastaria a apresentação de especialistas durante um período razoável de tempo, seguida de um debate durante um período de tempo igualmente razoável e se teria a superação aparente, por exemplo, daquilo que se decidiu como violação no caso *Smith v. Van Gorkom* (vide *infra*), em que se imputou responsabilidade por força do desdém aparente na tomada de decisão, calcado no curto espaço de tempo dedicado à análise. Presente o dever de investigar, a apresentação das informações não basta: o administrador deve submetê-la a análise crítica.

O nível de investigação é decisão administrativa relevante, pautada num *standard* de razoabilidade. Investigar em demasia pode implicar custo demasiado em tempo e recursos a ponto de não representar um fiel cumprimento do dever.

O *American Law Institute*, em seu guia para gestores, citado por Flávia PARENTE²¹², assevera que tempo e custo devem ser sempre considerados, havendo decisões que serão consideradas informadas mesmo se tomadas em poucas horas, caso a delonga possa representar a perda de um negócio lucrativo. É da maior relevância, porém, a formalização da justificativa da celeridade com que se decidiu, de modo a resguardar os responsáveis frente a potenciais demandas, caso a decisão termine por acarretar dano.

O segundo âmbito do dever, conexo ao dever de vigilância, exige do gestor a investigação de fatos ou atos praticados na companhia que possam representar qualquer sorte de risco²¹³, cabendo aqui as considerações apresentadas acima quanto ao juízo de conveniência e oportunidade quanto ao dispêndio de tempo e recursos da investigação.

²¹² Idem, p. 125.

²¹³ Neste esteio, recomenda a *American Bar Association*, em seu guia para conduta de dirigentes societários: “When director’s see red flags indicating that the corporation is or may be experiencing significant problems in a particular área of business, or may be engaging in unlawful conduct, they should make further inquiry until they are reasonable satisfied that management is dealing with the situation appropriately”.

3.1.1.6. Dever de vigilância

Por fim, o dever de vigilância se refere à obrigação que têm os administradores de “fiscalizarem constantemente o desenvolvimento das atividades sociais”²¹⁴, fiscalização que se deve dar de forma geral, um monitoramento do andamento geral dos negócios da companhia, não se exigindo a supervisão minuciosa das operações de rotina da companhia²¹⁵.

A necessidade de sopesar os custos, em tempo e recursos, da fiscalização é determinante, como nos demais aspectos do dever de diligência, para especificar sua amplitude, mas se tem claro que ele não se limita à fiscalização dos demais administradores (conselheiros e diretores), estendendo-se igualmente à fiscalização dos subordinados em geral.

Percebendo (e, por força do dever de vigiar, há uma certa obrigação de percepção) a presença do que se chama, no direito estadunidense, de *red flags*, *i.e.*, de sinais de perigo, de risco, de atitudes que possam conduzir a resultados indesejados para a companhia, o administrador tem o dever de investigá-los, sob pena de poder ser responsabilizado.

3.1.1.7. O *duty of care* positivado no direito estadunidense

Sempre tendo em vista a possibilidade de variantes estaduais, dada a configuração do sistema de *common law*, no direito estadunidense, o *duty of care* vem definido pelo *Model Business Corporation Act*, que delinea o *standard of care* para os conselheiros (*director*) e diretores (*officers*).

As normas atinentes aos *directors* estão apresentadas na seção 8.30, que aduz que cada membro do *board of directors* deve agir: (i) de boa fé; e (ii) de maneira que acredite racionalmente estar agindo no melhor interesse da companhia. Além disso, os membros do *board* devem atender a seus deveres

²¹⁴ PARENTE, Flávia. **Op. cit.**, p. 126.

²¹⁵ *Idem*, p. 127.

com o cuidado que uma pessoa em situação semelhante entenderia racionalmente apropriado em circunstâncias semelhantes²¹⁶.

Quanto aos diretores, a configuração é bastante semelhante, ordenando-se ao *officer* que aja: (i) de boa-fé; (ii) com o cuidado que uma pessoa em posição semelhante teria em circunstâncias semelhantes; e (iii) de maneira que acredite estar buscando o melhor interesse da companhia.

O regime jurídico, constituído sobre os enunciados normativos citados, formam um *standard* que foca nas habilidades básicas de gerência, como o senso comum, a sabedoria prática e a decisão informada²¹⁷.

Naquele ordenamento, a configuração do dever se mostra relevante sobremaneira porque é a partir da fiel observância que o administrador conquista a proteção da *business judgment rule*, ícone essencial na análise de responsabilidade administrativa, de que se passará a tratar *infra*.

3.1.1.8. A *Business Judgment Rule*

A *business judgment rule* estatui que, ausentes a má-fé, a fraude ou a quebra de um dever fiduciário, a decisão do administrador é conclusiva e não pode ser revista judicialmente²¹⁸, ou, como propõe Alexandre Couto SILVA, a regra “estatui que as decisões ou julgamentos do negócio honestos e tomados de boa-fé e com base em investigações razoáveis não serão questionadas judicialmente, ainda que a decisão seja enganada, infeliz, ou até mesmo desastrosa”²¹⁹.

Portanto, desvincula a tomada da decisão do seu resultado, tornando o administrador (diretor) ou o corpo de administradores (diretoria em colegiado

²¹⁶ MBCA. 8.30. (a) Each member of the board of directors . . . shall act:

(1) in good faith, and

(2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation.

(b) The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances.

²¹⁷ MALLOR, Jane P *et al.* Business Law: The Ethical, Global and E-Commerce Environment, 14^a ed. New York : McGraw-Hill/Irvin , 2010, p. 1056.

²¹⁸ MALLOR, Jane *et al.* **Op. cit.**, p. 1056.

²¹⁹ SILVA, Alexandre Couto. **Op. cit.**, p. 143.

ou decisão do conselho administrativo) que fez o julgamento de negócio impassível de responsabilidade por eventuais prejuízos dele advindos.

3.1.1.9. Referencial histórico

Aponta-se que a essência da *business judgment rule* apareceu pela primeira vez em julgado de 1829, no caso *Percy v. Millaudon*, julgado em Louisiana, que estabeleceu que do simples prejuízo não se pode depreender a responsabilidade do administrador, sendo essencial que se faça a prova de que este praticou algum ato não compatível com o padrão do homem comum. Ainda na primeira metade do século XIX, casos como o *Goldbold v. Branch Bank*, decidido no Alabama, seguiram no mesmo sentido, firmando que se do administrador se exigisse que não pudesse errar, nenhum homem prudente aceitaria assumir a função²²⁰.

O caso mais marcante e que deu nova conotação à regra, ensejando forte debate em seu entorno, contudo, é mais recente. Trata-se de *Smith v. Van Gorkom*, decidido em 1985, pela Corte Suprema do Estado de Delaware.

O litígio se deu em torno do valor atribuído às ações em proposta de incorporação de uma companhia por outra. Jerome Van Gorkom, CEO da *Trans Union*, recebeu proposta de Jay Pritzker no sentido de aquisição do controle mediante pagamento de US\$ 55 por ação. A proposta tinha validade de três dias e foi objeto de debate em reunião do conselho administrativo, na qual fora exposta em vinte minutos e aprovada após duas horas de elaboração, com o CEO assinando os documentos atinentes à incorporação e à alienação sem revisá-los, enquanto assistia a uma ópera. Posteriormente, foi aprovada pela assembleia geral, não tendo sido nem a aprovação no conselho, nem na assembleia, obtidas por unanimidade.

A Corte concluiu que os diretores da *Trans Union* quebraram seus deveres fiduciários para com os acionistas porque teriam, a *um*, falhado em prover-se de todas as informações acessíveis e relevantes para a tomada de decisão no sentido da incorporação com a companhia de Pritzker e, a *dois*, porque falharam em divulgar toda a informação que um acionista racionalmente

²²⁰ Idem, p. 141.

consideraria importante para se decidir no sentido da aprovação ou não daquela incorporação, o que ensejou a reforma da decisão de primeiro grau, concluindo-se que a aplicação da *business judgment rule* não deveria se dar na situação *sub judice*²²¹.

Aspectos fáticos aparentemente irrelevantes, especialmente ao se ter em vista a dinâmica típica de reuniões de diretores e conselheiros, como o tempo da exposição, bem como o próprio modo e momento da assinatura do acordo foram considerados. Ademais, a ausência de outras formas de avaliação também pesou em favor dos autores, rendendo a demanda condenação *solidária* dos conselheiros ao pagamento de US\$ 5 por ação, perfazendo o montante de US\$ 63,5 milhões. Acordo pôs fim ao imbróglio mediante pagamento de US\$ 22 milhões.

A decisão teve impacto severo, no curto prazo, no mercado de seguros de responsabilidade civil dos administradores²²², diminuindo a oferta²²³, bem como ensejou a criação de uma regra de isenção ou limitação da responsabilidade dos *directors* (conselheiros), naquele Estado, por perdas monetárias oriundas da quebra de deveres fiduciários (com certos condicionamentos, vedando-se a limitação ou exclusão, *e.g.*, quando se tratasse de violação do dever de lealdade), regra que acabou possibilitando emendas estatutárias voltadas a albergá-la na maioria das companhias de capital aberto com sede em Delaware²²⁴, o que criou um verdadeiro poder de veto dos estatutos à aplicação do legado do famoso caso²²⁵.

²²¹ BAINBRIDGE, Stephen M. Smith v. Van Gorkom. **Law & Economics Research Paper Series**, p.1.

²²² O mercado de seguros de responsabilidade civil para administradores societários, ou *D&O Insurance (Directors' and Officers' Liability Insurance)* oferece coberturas variadas, sendo recorrentes duas proteções. A primeira referente às despesas envolvidas diretamente no litígio, como as indenizações a que sejam condenados ou as transações que se vejam forçados a celebrar. Sob outro viés, reembolsam as despesas feitas pela sociedade para cobrir custos de seus conselheiros e diretores. De particular relevância a cobertura de despesas de litígio, porque protetora do administrador contra os custos judiciais de demandas, mesmo na ausência de condenação, desembolsadas com a finalidade de produção de sua defesa (ABREU, J.M. Coutinho. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**, p. 851).

²²³ Idem, p. 26.

²²⁴ Idem, *ibidem*.

²²⁵ SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. **Delaware Journal of Corporate Law**, p. 289.

3.1.1.10. Conteúdo da regra

Para Alexandre Couto SILVA, a regra pode ser dissociada em cinco elementos: (i) decisão ou julgamento negocial; (ii) ausência de interesse e independência na sua tomada; (iii) respeito ao dever de diligência; (iv) atuação de boa-fé; e (v) ausência de abuso de discricionariedade²²⁶.

Ex vi do item (i), tem-se como imprescindível a presença de uma decisão. Ou seja, há que se ter fato comissivo, nem que este se dê no sentido de deliberar por não agir. A deliberação em si, a tomada de decisão, é o fato jurígeno que enseja a análise da possibilidade de aplicação ou não do excludente de responsabilidade. Se o administrador deixar de agir, sem que isto se consubstancie como decisão consciente, não há que se falar em *business judgment rule*.

Quanto ao desinteresse e independência do administrador que decide quanto àquilo que se decide (ii), há que se ter claro o que faz uma decisão ser independente e desinteressada.

A independência se configura na capacidade do gestor decidir a partir de seu próprio ponto de vista, sem agir como *longa manus* do controlador ou de quem quer que o tenha eleito. No que tange à ausência de interesse, tem-se que a regra protege apenas o administrador que age sem se configurar conflito de interesses entre si e a sociedade quanto ao desfecho do processo de decisão. Para tanto, impende apontar o critério da *American Law Institute*, enunciado em seus princípios de governança corporativa. Para o instituto, atua de maneira interessada (e, portanto, não pode invocar a proteção da *business judgment rule*) o administrador que for parte na transação ou que dela possa extrair benefício pecuniário, desde que este se configure suficiente para afetar de maneira razoável a decisão do administrador em sentido oposto ao dos interesses da companhia²²⁷.

Tratando do dever de diligência (iii), no que se refere à regra, se relaciona à tomada de uma decisão informada²²⁸. Neste esteio, assevera CORRÊA-LIMA que “uma coisa é tomar uma decisão, e outra, tomar uma

²²⁶ SILVA, Alexandre Couto. **Op. cit.**, p. 195.

²²⁷ Idem, p. 197.

²²⁸ Idem, p. 199.

decisão informada”, acrescentando que “a *business judgment rule* só protege a decisão informada”, uma vez que “decisão desinformada equivale a negligência, contrário de diligência”²²⁹.

Destarte, afere-se se houve a devida aplicação da necessária diligência no sentido de o gestor cercar-se das informações que se considera razoáveis para se ter uma adequada tomada de decisão.

A falha no cumprimento do dever pode levar à conclusão, por parte do julgador, de que houve *gross negligence*²³⁰ e, por conseguinte, se ensejar responsabilização pessoal do gestor, como se deu no citado *Smith v. Van Gorkom*. Da análise daquele caso, a propósito, tem-se a dimensão da complexidade envolvida com a aferição do cumprimento do dever. Afirmar que o gestor foi diligente implica considerar variáveis tais como o tempo disponível para a decisão, a disponibilidade efetiva de informações e seus custos.

A boa-fé (iv), por sua vez, exige que o gestor acredite que a decisão tomada não foi influenciada e que se deu no melhor interesse da companhia. A má-fé encontrar-se-ia não no mau julgamento ou na conduta pouco diligente, mas na conduta desonesta e imoral. Exemplificativamente, tem-se má-fé quando o gestor não fornece informações a que tenha acesso, visando a enganar os acionistas. No desinteresse, basta provar falta de interesse objetivo. Na má-fé, faz-se essencial a presença do interesse de causar prejuízos à companhia.

Por fim, a ausência de abuso de discricionariedade (v) refere-se à tomada de decisão “fora dos limites permitidos pelos poderes discricionários concedidos aos administradores, como decisões fora do campo da razão”²³¹. O requisito serve para evitar que regras insensatas ou irracionais acabem albergadas pela *business judgment rule*.

No elenco de MALLOR²³², a aplicação da regra depende da presença de três requisitos: (i) que os gestores tomem *decisões informadas*, isto é, que tomem as medidas necessárias com o fito de se informar acerca dos

²²⁹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**, p. 203.

²³⁰ *Gross negligence* define-se como: “The intentional failure to perform a manifest duty in reckless disregard of the consequences as affective the life or property of another; such a gross want of care and regard for the rights of others as to justify the presumption of willfulness and wantonness” (**Black’s Law Dictionary**, p. 1185).

²³¹ Idem, p. 208.

²³² MALLOR, Jane et al. **Op. cit.**, p. 1057.

fatos relevantes a partir de uma investigação racional em momento anterior ao da tomada da decisão; (ii) que não tenham *conflito de interesses* no tocante ao tópico sob análise, ou seja, não podem auferir ganho pessoal (que não o que teriam como acionistas da companhia) a partir daquela decisão; (iii) e, por fim, devem ter base racional²³³ para justificar que aquela decisão se deu no melhor interesse da companhia.

A regra tem amplitude significativa e raramente se tem atuação do judiciário²³⁴ no sentido de substituir-se a decisão tomada pelo administrador, o que pode ensejar sensação de impunidade. A flexibilidade é tamanha, como lembra MALLOR, a ponto de ter albergado, *i. e.*, a decisão dos conselheiros do Chicago Cubs (franquia de *baseball* estadunidense) de não instalar iluminação elétrica e, por conseguinte, abrir mão dos jogos noturnos em 1965 e, posteriormente, ter dado também guarida à decisão de promover a instalação, em 1988²³⁵.

Ademais, seu conhecimento permite aos gestores que adotem condutas estrategicamente orientadas com o fito de se verem livres de futuras tentativas de responsabilização. Neste esteio, ao se ter em vista que a proteção exige uma *decisão informada*, os gestores sabem necessária a realização de investigações razoáveis quanto às bases desta, ou ainda contratar pareceres técnicos voltados a subsidiá-la.

A análise técnica pode ainda permitir aos gestores a verificação da presença de conflitos de interesse que potencializem os riscos de responsabilização, como ainda delinear a vinculação estratégica entre aquela decisão e as diretivas da companhia.

Pelo fato de sopesar as circunstâncias em que a decisão foi tomada, a regra de exclusão de negócio permite ainda que o gestor tome uma decisão na velocidade não raramente exigida pelas oportunidades de mercado, sem receio

²³³ Como adverte J.M. Coutinho de Abreu: “Decisões empresariais irrazoáveis há muitas; muito mais raras serão as ‘irracionais’: sem qualquer explicação coerente, incompreensíveis”. As segundas escapam da proteção da *business judgment rule* (**Código das Sociedades Comerciais em Comentário**, p. 845).

²³⁴ Acerca da dificuldade de configuração da responsabilidade, na vigência da *business judgment rule*, Ronald A. ANDERSON *et alii*: “Thus, the party challenging the director’s actions has the difficult initial burden of proving that the directors did not act on na informed basis or in good faith or that the directors acted in self-interest rather than in the interest of the company” (**Business Law**, p. 951).

²³⁵ Idem, *ibidem*.

de que possa ser questionado e responsabilizado caso esta se revele uma má escolha posteriormente.

3.1.1.11. Suporte racional

Embora potencial causadora de alguma perplexidade à primeira vista, por sistematicamente afastar do controle jurisdicional decisões de administradores de companhias, ainda que estas causem danos a um sem número de acionistas, a *business judgment rule* comporta bases racionais sólidas e que tornam plausível sua aplicação em nome da formatação de uma ordem econômica mais eficaz.

Os pressupostos político-econômicos mais comumente associados a sua aplicação são: (i) afastar o controle de decisões negociais do Judiciário; (ii) encorajar indivíduos qualificados a assumir a função de administradores; (iii) encorajar estes administradores a assumir decisões de risco, que podem ter elevado potencial de retorno, sem receio de serem pessoalmente responsabilizados; (iv) manter o poder de decisão nos órgãos que têm a decisão como finalidade, evitando que os acionistas descontentes atuem substitutivamente mediante processos judiciais.

A valorização da figura do administrador e de seu poder de decisão assume especial relevo ao se ter em vista que sua nomeação é incumbência dos acionistas e que, portanto, caso descontentes com a atuação destes, estes têm a possibilidade de destituí-los dos respectivos postos. Dentro das lindes estabelecidas pela *business judgment rule*, portanto, não resta alternativa ao acionista que não a de buscar, pelos meios estatutários, a substituição do gestor.

As bases racionais apontadas se justificam, sendo de especial relevância a finalidade declarada de evitar a revisão de decisões negociais pelos magistrados, partindo do pressuposto de que os conselheiros e diretores estão mais preparados para tomá-las do que os juízes, uma vez que os

primeiros comumente têm maior experiência comercial, além de maior familiaridade com as necessidades e limitações da companhia²³⁶.

3.1.1.12. Aplicabilidade a conselheiros e diretores

É de se ter em vista, ainda, a aplicação da regra de maneira uniforme a conselheiros e diretores das companhias.

O *American Law Institute*, em seus *Princípios de Governança Corporativa*, indica aplicação indiscriminada, em seu §4.01, que trata da configuração da *business judgment rule*. Idêntica postura é adotada pelo *Model Business Corporation Act*.

Aponta-se, contudo, que não há efetivamente *cases* que dêem fulcro a um idêntico regime de aplicação da regra, tenha-se em vista tanto conselheiros quanto diretores²³⁷, mas a aplicação em bases semelhantes parece ser a solução mais adequada, tendo em vista a própria base racional da regra.

3.1.1.13. Aplicabilidade da regra para além do dever de diligência

A regra foi pensada e desenvolvida para ser aplicada ao dever de diligência. Embora existam divergências, não parece compatível com seus enunciados sua aplicação à violação de outros deveres, como o de lealdade. Uma decisão em que o administrador atuou de maneira desleal poderia, hipoteticamente, ser escusada pelos acionistas, mas não poderia, sob nenhuma circunstância, ser considerada protegida pela *business judgment rule*, dada a presença de pressupostos como a boa-fé, uma vez que *lealdade* e *boa-fé* são conteúdos jurídicos logicamente excludentes.

²³⁶ MALLOR, Jane. **Op. cit.**, p. 1057. A questão das limitações do Judiciário para analisar decisões negociais será objeto de tópico específico, *infra*.

²³⁷ JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. **The Business Lawyer**, p. 442.

3.1.1.14. Aplicabilidade no ordenamento brasileiro

No direito brasileiro, a *business judgment rule* aparece, como se aponta²³⁸, no artigo 159, § 6º, da LSA, onde se dispõe que poderá o juiz “reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Tratar-se-ia de julgamento por equidade, autorizado por lei.

Osmar Brina CORRÊA-LIMA, *e. g.*, assevera que com o dispositivo “o legislador de 1976 importou e implantou, no nosso ordenamento jurídico, a *business judgment rule*, do direito norte-americano”²³⁹.

Mas sua estruturação é menos exigente do que o equivalente estadunidense, especialmente a partir de *Smith v. Van Gorkom* e o conceito de *gross negligence*²⁴⁰.

O enunciado normativo brasileiro exige apenas boa-fé e ação voltada à realização de interesses da companhia. O estadunidense, como se demonstrou *supra*, traz requisitos adicionais, como a razoabilidade da decisão e, sobremaneira, a necessidade de que esta se dê de maneira informada, exigindo-se um nível mínimo de diligência.

Uma primeira leitura do §6º mostra como prescindíveis os requisitos, representando uma importação parcial da regra e, de certa maneira, servindo de salvo-conduto ao gestor. E é preciso ter em vista que o dispositivo “não concede nenhum *bill* de indenidade aos administradores culposos”²⁴¹.

Outrossim, o enunciado traz contratempos probatórios graves. A aferição da má-fé, que não se presume, bem como da *intenção* do gestor, deixa de lado aspectos objetivos do processo de decisão cuja aferição jurisdicional (ou mesmo administrativa, pela Comissão de Valores Mobiliários) é muito mais fácil, caso da *decisão informada*, que pode ser objeto de prova mediante atas

²³⁸ BLOK, Marcella. Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das Sociedades Anônimas, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 131.

²³⁹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**, p. 200.

²⁴⁰ A disposição é menos completa, *e.g.*, do que aquela constante no direito português, também da família do *civil law*. Naquele ordenamento consta dispositivo no art. 72º do Código das Sociedades, nº 2, nos seguintes termos: “A responsabilidade é excluída se alguma das pessoas referidas no número anterior [gerentes ou administradores] provar que actuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial”.

²⁴¹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Op. cit.**, p. 204.

de reuniões em que se descreva a apresentação da opinião de especialistas. Criticável, ainda, o fato de o enunciado, *prima facie*, voltar-se à apresentação do administrador mal preparado, o alcunhado *dummy director* no *Francis v. United Jersey Bank*, uma vez que boa-fé e boas intenções são traços que independem de competência profissional.

Esta orientação, embora se coadune com o paradigma do gestor como homem médio, ativo e probo, bom pai de família, o que torna coerente sua presença em diploma legal que adotou o indigitado critério como cânone para a verificação da diligência administrativa, não encontra espaço ao se ter em vista a mudança paradigmática que leva a baliza do gestor diligente do *pater familias* ao *administrador competente*.

Evidente que não se quer, pelo exposto, diminuir a relevância da intenção condizendo com o interesse da companhia, bem como da boa-fé, que assumem importância crucial na compreensão de um processo de decisão e, por conseguinte, na determinação da presença ou ausência de responsabilidade do administrador ou dos administradores envolvidos. Estas, no entanto, não podem figurar isoladamente como cláusulas de exclusão da responsabilidade. Devem, isto sim, figurar ao lado dos demais critérios, especialmente aqueles objetivamente verificáveis.

Impende que, na atuação hermenêutica, o jurista se dê ao trabalho de aplicar a regra de modo a superar a simplicidade do enunciado e, de fato, implantar a doutrina da *business judgment rule* calcada nas décadas de experiência jurisprudencial estrangeira.

3.1.2. Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder

Para além de ser diligente, cabe ao administrador exercer as atribuições legais e estatutárias com vistas a atingir os fins da companhia, sempre no interesse dela, atendendo também as exigências do bem público, tanto quanto respeitando a função social da empresa, conforme comanda o artigo 154 da LSA²⁴².

²⁴² Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Sobredito enunciado apresenta-se sob a rubrica *finalidade das atribuições e desvio de poder*.

3.1.2.1. Da finalidade das atribuições

Da finalidade das atribuições dá conta o *caput* do artigo 154, ao estabelecer vinculação (*dever*) entre o exercício da função administrativa e o respeito à finalidade e ao interesse da companhia, respeitadas as exigências do bem público e atendida a função social da empresa.

Os conceitos que servem de parâmetro para a aferição do cumprimento ao dever de respeito à finalidade das atribuições do administrador, portanto, são, nos termos do enunciado normativo, os de: (i) finalidade da companhia; (ii) interesse da companhia; (iii) bem público; e (iv) função social da empresa.

Sabe-se atender às exigências do bem público e da função social da empresa (sobre o conteúdo desta última, vide *infra*) o administrador que guia a empresa no sentido da preservação do meio ambiente e da promoção do desenvolvimento da comunidade em que está inserida, como também se tem claro o seu desatendimento quando se proporciona condições precárias de trabalho. Mas há uma ampla gama de atitudes cuja adequação ou inadequação aos parâmetros indigitados enseja controvérsia.

Ao mencionar o dever do gestor de *lograr os fins* da companhia, o enunciado normativo ordena ao administrador o respeito ao objeto social²⁴³, que deve ser definido de modo preciso e completo, nos termos do artigo 2º, §2º, da LSA²⁴⁴. A questão da vinculação e respeito ao objeto social traz à tona a teoria dos atos *ultra vires*.

3.1.2.2. Dos atos *ultra vires*

Toda sociedade empresária tem definido em seu ato constitutivo o seu objeto social. No caso das sociedades anônimas, o objeto social é componente

²⁴³ MARTINS, Frans. **Op. cit.**, p. 367.

²⁴⁴ Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. (...) § 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

obrigatório do estatuto, podendo servir de objeto qualquer empresa de fim lucrativo, desde que não contrarie a lei, a ordem pública ou os bons costumes, consoante determinação do artigo 2º da LSA.

Quando da definição do objeto, respeitadas as lindes legais quanto ao seu conteúdo, impende que se o faça de maneira precisa e completa, como dispõe o §2º do artigo indigitado.

Sobredita precisão é relevante na medida em que determina, ainda que de forma relativamente genérica, qual a atuação possível daquela sociedade. Este limite de atuação vincula o administrador, que deve agir com vistas à consecução do objeto social da companhia.

Ao extrapolar as fronteiras do objeto social estatutariamente definido, diz-se que o administrador agiu *ultra vires*, isto é, literalmente, para além de seus poderes, o que põe em tela a questão fulcral da *vinculação* ou *não vinculação* da companhia a estes atos.

Como lembra REQUIÃO²⁴⁵, foi preocupação do legislador, durante a elaboração da atual lei regente das sociedades por ações, dar clareza ao objeto social, a fim de limitar a discricionariedade, protegendo os minoritários, mas sem engessar a sociedade. Todavia, deixou-se de dar contornos legais à questão da legalidade do ato em si em face da sociedade, isto é, da definição de se responde ou não a sociedade pelo ato praticado pelo administrador de forma *ultra vires*.

Historicamente, tem-se no *Common Law* o paradigmático *Ashbury Railway Carriage and Iron Co Ltd v Riche*, de 1875, na Inglaterra, em que se determinou que uma companhia, cujo objeto social era fabricar e vender vagões, não tinha a capacidade de realizar uma transação que envolvia concessão para a construção de uma estrada de ferro, visto que esta não estava contida no seu objeto, o que fez com que a transação fosse considerada nula, não vinculando a companhia, alcunhando-se o que se conhece por teoria *ultra vires*²⁴⁶.

Sob este viés, o conteúdo do objeto social fixa a *capacidade jurídica* da sociedade, que só pode entabular negócios vinculados à sua realização.

²⁴⁵ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 229.

²⁴⁶ FRENCH, Derek *et ali.* **Op. cit.**, p. 102.

Atuando dentro do objeto social, o administrador atua *intra vires*. Tudo o que extrapolar esta regra é considerado *ultra vires* e, portanto, inapto a vincular a companhia, vinculando apenas o administrador praticante do ato.

No direito estadunidense, a doutrina do *ultra vires* é considerada de menor importância, especialmente tendo-se em vista que as cláusulas correspondentes ao objeto social costumam ser bastante amplas (sendo comum a cláusula do *any lawful business*), o que por si só esvazia a discussão²⁴⁷.

Atualmente, pelo texto do Model Business Corporation Act, a teoria só pode ser invocada por três sujeitos: (i) pelo acionista que visar a impedir a companhia de colocar em prática ato *ultra vires*; (ii) pela própria companhia, com vistas a ver-se indenizada por danos causados por gestor que praticar ato para além de seus poderes: e (iii) pelo procurador-geral²⁴⁸ do estado correspondente, que eventualmente pode ter o poder de proibir a prática do ato *ultra vires* ou mesmo dissolver uma companhia que exceda seu objeto²⁴⁹.

No direito brasileiro, a interpretação acolhida pelos tribunais e calcada em dispositivos como o artigo 316 do antigo Código Comercial²⁵⁰, bem como o artigo 14 do Decreto 3.708/1919²⁵¹, como lembra Alfredo de Assis

²⁴⁷ MALLOR, Jane. **Op. cit.**, p. 1049.

²⁴⁸ Trata-se da figura do *attorney general* de cada um dos cinquenta estados norte-americanos, em sua maioria conduzidos por eleição direta (podem ser e comumente são partidários), e que funcionam como conselheiros legais do governo e, também, com competência de *enforcement*, o que explica a sua possibilidade de atuação frente a um ato *ultra vires*. Comparando-se com o direito brasileiro, acumula competências tanto de uma típica Procuradoria de Estado quanto do Ministério Público.

²⁴⁹ Idem, *ibidem*.

²⁵⁰ Art. 316 - Nas sociedades em nome coletivo, a firma social assinada por qualquer dos sócios-gerentes, que no instrumento do contrato for autorizado para usar dela, obriga todos os sócios solidariamente para com terceiros e a estes para com a sociedade, ainda mesmo que seja em negócio particular seu ou de terceiro; com exceção somente dos casos em que a firma social for empregada em transações estranhas aos negócios designados no contrato.

Não havendo no contrato designação do sócio ou sócios que tenham a faculdade de usar privativamente da firma social, nem algum excluído, presume-se que todos os sócios têm direito igual de fazer uso dela.

Contra o sócio que abusar da firma social, dá-se ação de perdas e danos, tanto da parte dos sócios como de terceiro; e se com o abuso concorrer também fraude ou dolo, este poderá intentar contra ele a ação criminal que no caso couber.

²⁵¹ Art. 14. As sociedades por quotas, de responsabilidade limitada, responderão pelos compromissos assumidos pelos gerentes, ainda que sem o uso da firma social, si forem taes compromissos contrahidos em seu nome ou proveito, nos limites dos poderes da gerencia.

GONÇALVES NETO²⁵², orientava-se no sentido da proteção da aparência e na proteção dos terceiros de boa-fé.

No entanto, o Código Civil de 2002, inovando no ordenamento jurídico pátrio, ao deliberar sobre os limites dos poderes dos administradores das sociedades simples (*i.e.*, em suas disposições gerais, aplicáveis subsidiariamente às demais sociedades reguladas pelo Código), estabeleceu, em seu artigo 1.015, §2º²⁵³, que o excesso, da parte dos gestores, pode ser oposto a terceiros, desde que presente alguma das hipóteses constantes em seus incisos.

No rol de incisos aponta-se que há oponibilidade: (i) se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade; (ii) provando-se que esta é conhecida do terceiro envolvido no negócio; e (iii) tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

Dado o aspecto tópico, isto é, a alocação do dispositivo junto às disposições tidas como parte geral do direito societário, não é impossível invocar sua aplicabilidade também às sociedades anônimas, embora pareça ter sido pensado tendo em vista sociedades simples, com pequeno volume de negócios a ponto de se tornar viável um controle efetivo.

A doutrina não acolheu bem a inovação legislativa. Alfredo de Assis GONÇALVES NETO, *e.g.*, considerou-a um “surpreendente retrocesso”²⁵⁴.

O Código Civil brasileiro acabou por dar relevância crescente a algo que, no direito comparado, é de importância decrescente. Não trouxe mais que insegurança jurídica desnecessária. Considerando, *e.g.*, o conteúdo do primeiro dos incisos, tem-se a necessidade de providência de retirada de certidões junto ao registro de comércio sempre que se for entabular uma transação, sob pena de se abrir margem de risco de alegação futura de que a limitação de poderes estaria averbada, necessidade que eleva os custos de

²⁵² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**, p. 208.

²⁵³ Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.

Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses:

I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade;

II - provando-se que era conhecida do terceiro;

III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

²⁵⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de direito societário**, p. 26.

transação (vide *infra*) e que imputa riscos ao terceiro, isentando justamente a sociedade que elegeu e deu posse ao administrador.

No caso das sociedades anônimas, que conta com dispositivos que vinculam a atuação dos administradores aos poderes outorgados pela lei e pelo estatuto²⁵⁵, prevendo, ainda, a sua responsabilização quando os violar²⁵⁶, a aplicação, seja subsidiária, seja analógica, com fulcro no que dispõe o Código Civil, não é conveniente, por força da insegurança jurídica proporcionada, nem juridicamente viável, vez que é norma típica das sociedades de pessoas, esbarrando sua na natureza capitalista.

Destarte, ao se ter em vista uma sociedade por ações, problemas oriundos de atuação *ultra vires* devem ser pensados sempre como relação jurídica entre a companhia e o administrador praticante do ato, respondendo o segundo em face da primeira e se protegendo o terceiro de boa-fé²⁵⁷.

3.1.2.3. Do desvio de poder

A atuação do administrador deve se dar sempre *no interesse da* companhia. Atuando, ainda que respeitadas as lindes do objeto social, mas de forma a bater-se com o interesse da companhia, o ato do administrador será considerado um ato de desvio de poder.

Como aponta Paulo Salvador FRONTINI, a atuação do administrador de sociedade anônima “não deve apenas situar-se no âmbito de suas atribuições; deve, também, conformar-se ao *espírito* destas”²⁵⁸, acrescentando que a ideia de desvio de poder se toma emprestada do Direito Administrativo, para o qual este se caracterizaria quando o administrador usa indevidamente o poder que

²⁵⁵ O art. 154 da LSA dispõe especificamente que o “administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem”.

²⁵⁶ Nos termos do art. 158, II, que prevê responsabilização civil do administrador quando atuar em violação à lei ou ao estatuto, o que alberga, também, sua atuação para além dos poderes.

²⁵⁷ Sobre a necessidade de se respeitar os terceiros contratantes, Paulo Salvador FRONTINI aduz: “O dinamismo irrefreável dos negócios (...) exigindo rapidez e confiança, aliado ao crescente das operações à distância, impôs a necessidade de se oferecer proteção ao terceiro que, de boa fé, celebrasse negócio jurídico com a sociedade, esta comparecendo através de diretor ou sócio-gerente que *aparentasse* poderes bastantes” (Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, p. 37).

²⁵⁸ FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, p. 41.

lhe é atribuído, com vistas a alcançar finalidade distinta daquela preceituada pela lei²⁵⁹.

O desvio de poder está legalmente configurado a partir da determinação de condutas vedadas aos administradores, constantes dos parágrafos do artigo 154 da LSA e seus desdobramentos, como se passará a apresentar *infra*.

3.1.2.4. Administradores eleitos por grupo ou classe de acionistas

A primeira preocupação do legislador se dá no sentido de desvincular a atuação do administrador dos interesses do grupo ou classe de acionistas que o elegeu, explicitando que tem ele deveres idênticos aos demais e que não pode, mesmo que com o fito de defender o interesse aqueles que o elegeram, faltar para com ditos deveres²⁶⁰.

Neste esteio, assenta-se o entendimento de que os administradores eleitos por grupo ou classe de acionistas não podem figurar, no desempenho de suas funções, como defensores apenas dos interesses daqueles que os conduziram ao cargo. O administrador assim eleito, como aponta Wilson de Souza Campos BATALHA²⁶¹, “não é instrumento do grupo ou da classe que o elegeu, mas órgão da sociedade, devendo exercer suas atribuições no interesse da sociedade”.

O texto normativo não pode ser objeto, contudo, de interpretação ingênua. É inquestionável que o gestor eleito por grupo ou classe há de atender aos interesses do grupo ou classe pelo qual tenha sido eleito e é legítimo que a relação se configure assim. No entanto, quando os interesses dos eleitores colidirem com um interesse aferível da companhia, ter-se-á a prevalência deste último, uma vez que o administrador, nas palavras de Fran MARTINS, “assume obrigações para com a companhia que devem ser

²⁵⁹ Idem, *ibidem*.

²⁶⁰ Neste sentido o texto do artigo 154, §1º, in verbis: “O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.”

²⁶¹ BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, p. 699.

superiores às obrigações que tem para a defesa dos direitos de sua classe ou grupo”²⁶².

3.1.2.5. Vedações legais à atuação do administrador

O §2º do artigo 154, por sua vez, ocupa-se de elenco *não taxativo* de condutas específicas que, uma vez configuradas, constituem fatispécie de desvio de poder.

Neste esteio, tem-se como vedado ao administrador, *in verbis*: (i) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; (ii) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; e (iii) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo, sendo que, nos termos do §3º, se presente a recepção destas importâncias, estas pertencerão à companhia.

Por atos de liberalidade se entende, na definição de Trajano de Miranda VALVERDE, os atos “que diminuem, de qualquer sorte, o patrimônio social, sem que tragam para a sociedade nenhum benefício ou vantagem de ordem econômica”²⁶³. A vedação de sua prática é corolário lógico da natureza capitalista da companhia, que visa, com todas as nuances argüíveis, a auferir lucro.

Embora a vedação seja a regra, a própria LSA constrói hipótese de exceção, no art. 154, §4º²⁶⁴, que tem como parâmetros a razoabilidade do ato, a destinação aos empregados ou à comunidade em que se insere a empresa, tudo em vista da responsabilidade social da empresa (vide *infra*).

A segunda conduta vedada refere-se à tomada de empréstimos ou ao uso, em benefício seu ou de terceiros, de bens ou serviços da companhia. Qualquer ato praticado que se enquadre nestes termos, como aponta Campos

²⁶² MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 372.

²⁶³ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**, p. 322.

²⁶⁴ Art. 154. (...) § 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

BATALHA²⁶⁵, é considerado nulo, salvo se houver manifestação da assembleia ou do conselho (se o estatuto estabelecer dita competência quanto à autorização da prática pelos diretores) no sentido de sua autorização.

A norma deve ser interpretada com olhos voltados ao interesse social, já que pode ser proveitoso, pontualmente, para a sociedade, que o administrador use de bens ou serviços ou mesmo tome empréstimos seus. A dinâmica da vida societária não permite pensar em proibição absoluta, daí a preocupação do legislador em permitir o uso lícito, desde que presente medida autorizadora.

Por fim e sempre tendo em vista que o rol é exemplificativo, veda-se a percepção de vantagem pessoal de qualquer ordem em razão do exercício do cargo, ressalvada hipótese de autorização do estatuto ou da assembleia. A proibição quer impedir que o julgamento de negócio seja feito sem a necessária isenção, influenciado pela oferta de vantagem pessoal e, por conseqüência, tendente a não ter em primazia o interesse da companhia.

Como aponta Rubens REQUIÃO, um “dos problemas mais agudos na administração é a peita ou suborno”, pois os “interesses que as empresas controlam, sobretudo as de grande dimensão, são de tal vulto que é comum o amaciamento de diretores através de presentes ou mesmo de propinas secretas”²⁶⁶.

Caso verificada a percepção de vantagem ilícita, esta passa a pertencer, por força do §3º, à companhia.

3.1.2.6. A questão da responsabilidade social

Por fim, o §4º traz à tona a questão da responsabilidade social da empresa, com fulcro na qual se pode invocar exceção à alínea a do §2º, que proíbe a prática de atos de liberalidade às custas da companhia.

Neste esteio, diretoria ou conselho administrativo podem autorizar a prática de atos gratuitos em benefício de empregados ou da comunidade em que se insere a empresa, desde que sobreditos atos sejam *razoáveis*.

²⁶⁵ BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Op. cit.**, p. 700.

²⁶⁶ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 219.

A presença de menção a razoabilidade traz indicativo de que a finalidade primeira da companhia não é doar seus resultados a empregados e à comunidade, mas sim cumprir seu objeto social de modo a gerar resultado positivo a ser partilhado entre seus acionistas.

No entanto, é preciso “abandonar a visão míope de que atos socialmente responsáveis – portanto, não obrigatórios do ponto de vista jurídico – são incompatíveis com o fim lucrativo da companhia”²⁶⁷.

Lucro e responsabilidade social podem e devem caminhar juntos. Embora embrionário no Brasil, o investimento em ações por parte dos empregados é marcante em países com mercado de capitais mais desenvolvido, caso dos Estados Unidos da América e sua maioria de companhias com capital extremamente pulverizado.

Distribuir lucros a estes acionistas não deixa de ser atender a responsabilidade social da companhia, que não pode ser pensada sem ter em vista todas as variáveis economicamente aferíveis envolvidas, sob pena de, demagogicamente, pensar-se a companhia como filantropia e se promover resultados socialmente negativos, como os que necessariamente se seguem à empresa em crise, caso dos cortes de mão-de-obra.

Atender a função social é dever. Responsabilidade social, com o conteúdo que a expressão normalmente é utilizada, não.

3.1.3. Dever de Lealdade

Enquanto que nas sociedades de pessoas se fala em *affectio societatis*, como a, aponta-se que as sociedades de capital têm um correlato “princípio fundamental da fidelidade à sociedade”²⁶⁸, que obriga os acionistas ao exercício do direito de voto sempre direcionado ao interesse da companhia. A *fortiori*, também ao administrador incumbe agir com lealdade perante a sociedade empresária que administra.

Trata o dever, na definição de José Edwaldo Tavares BORBA, da “reserva que deve ser mantida sobre os negócios da companhia, assim como a

²⁶⁷ FREITAS, Bernardo Vianna. Ensaio sobre a responsabilidade social corporativa como elemento da regra de julgamento de negócios. **Revista de Direito Empresarial**, p. 32.

²⁶⁸ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial** p. 220.

não utilização em proveito próprio ou de terceiros das oportunidades de negócio de que tenha ciência em função do cargo”²⁶⁹.

Justifica-se na medida em que, como recorda Fran MARTINS, por força de sua participação na vida da companhia, “aos administradores se apresentam oportunidades para a prática de atos de que podem resultar, em seu benefício próprio, acentuadas vantagens que, em princípio, deveriam beneficiar a sociedade”²⁷⁰.

Valendo-se de pesquisas financiadas pela sociedade, *e.g.*, um administrador pode ter conhecimento de que determinada área é rica em reservas de certa matéria-prima relevante. O dever de lealdade veda que faça a aquisição desta em seu nome ou em de terceiros, obrigando-o a colher a oportunidade em prol da companhia.

A LSA dedica ao dever o seu artigo 155, aduzindo ser dever do administrador *servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios*, apresentando em seguida um rol de incisos e parágrafos que lhe dão a devida conformação.

Neste esteio, pode-se pensar o dever de lealdade com dois desdobramentos: (i) servir com lealdade à companhia; (ii) manter reserva sobre os negócios da companhia (ou dever de sigilo). O primeiro deles se refere a uma relação entre a companhia e o administrador. O segundo, entre o administrador e os investidores em geral.

3.1.3.1. Dever de servir com lealdade à companhia

O dever de servir com lealdade à companhia configura-se legalmente a partir do rol de incisos do artigo 155 que enumera condutas consideradas vedadas ao administrador da companhia. A construção do rol se dá a partir do *standard of loyalty*, importado do *common law* e, por calcar-se em padrão normativo, a lista de condutas não é exaustiva, como aponta Modesto CARVALHOSA²⁷¹.

²⁶⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**, p. 420.

²⁷⁰ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 377.

²⁷¹ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 254.

3.1.3.2. Usurpação de oportunidades da companhia

A primeira das condutas vedadas é o uso, em próprio benefício ou de quem for, *com* ou *sem* prejuízo para a companhia, das oportunidades comerciais que conheça em razão do cargo que exerce.

Trata-se da *corporate opportunity doctrine*, para a qual, na definição de Osmar Brina CORRÊA-LIMA, “descumpre o dever de lealdade o administrador (e também o controlador) que usurpa, para si ou para outrem, de uma oportunidade que apareça para a companhia”²⁷². Descumprimento que, a propósito, se mantém mesmo que o dirigente societário já não figure no rol de administradores da companhia, caso tenha tomado conhecimento da oportunidade quando figurava²⁷³.

A repressão, nascida e desenvolvida especialmente no direito estadunidense, justifica-se, na visão de Fran MARTINS, “no fato de desempenharem os diretores, nas *corporations* americanas, as funções de fiduciários e, desse modo, deverem, como diretores, agir sempre em proveito da sociedade”²⁷⁴.

A definição dos contornos da *corporate opportunity doctrine* se deu a partir de *Guth v. Loft*, em que Guth, diretor-presidente da Loft, ao tomar conhecimento da falência da *National Pepsi Cola Corp.*, visualiza a oportunidade de adquirir suas ações e ficar com sua fórmula industrial. No entanto, opta por fazê-lo pessoalmente e não em nome da companhia, a partir de recursos emprestados a si por esta. O empreendimento deu resultados positivos, mas os acionistas minoritários da Loft propuseram demanda perante a justiça do Estado de Delaware, alegando que o administrador descumprira seu dever de lealdade para com a companhia, uma vez que se aproveitou pessoalmente de oportunidade comercial desta.

Avaliado o caso pela Suprema Corte do Estado de Delaware, esta condenou Guth à transferência das ações adquiridas à Loft, destacando ainda que isto se daria mesmo que a aquisição tivesse se dado com recursos

²⁷² CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade dos administradores de sociedade anônima**, p. 75.

²⁷³ FRENCH, Derek. **Op. cit.**, p. 505.

²⁷⁴ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 381.

próprios e não com aqueles tomados emprestados da companhia, simplesmente pela violação do dever de lealdade, consubstanciando no aproveitamento de oportunidade.

Segundo Modesto CARVALHOSA, esta violação do dever de lealdade se dá em caráter formal, independentemente da ocorrência de dano patrimonial à companhia²⁷⁵, o que não se rechaça, mas sempre tendo em vista que a aferição se deve dar a partir da responsabilidade administrativa, pela atuação da Comissão de Valores Mobiliários, não pela via da responsabilidade civil, que tem o dano como pressuposto inarredável.

Para além da responsabilidade administrativa, Alfredo Assis GONÇALVES NETO, ao recordar a existência de violações de deveres em que se tem dificuldade de determinar a repercussão econômica e, por conseguinte, o dano emergente ou os lucros cessantes, propõe a coibição a partir da previsão estatutária de multa compensatória aos gestores que cometerem ilícitos desta natureza²⁷⁶.

De se ter em vista, ainda, que é indiferente o fato de a companhia aproveitar ou não aproveitar a oportunidade, tendo a vedação caráter absoluto e não se configurando apenas como “direito de preferência ou precedência da companhia que, não sendo exercitado, permitiria ao administrador fazê-lo”²⁷⁷.

Por fim, surge a questão das oportunidades *normais* em contraste com as oportunidades *excepcionais*. Normal é a oportunidade que a companhia deve colher para a expansão natural de seus negócios. Excepcional aquela que foge a estas características, mas seu aproveitamento pode perfeitamente ser compreendido no objeto social²⁷⁸.

Na presença de uma oportunidade *normal* de negócios, o aproveitamento desta pelo administrador e não pela companhia é considerado sempre ilícito.

A oportunidade *excepcional*, contudo, deve ser analisada dentro do contexto negocial, devendo-se considerar critérios como: (i) se a companhia estava procurando tal oportunidade, circunstância em que se veda o

²⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 258.

²⁷⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**, p. 197.

²⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 259.

²⁷⁸ Idem, p. 259.

aproveitamento pelo administrador, ou se o negócio lhe foi ofertado independentemente de iniciativa, quando poderá ou não ser considerada usurpação o aproveitamento pelo administrador, mediante aplicação de um juízo de equidade; (ii) se a oferta foi feita diretamente à pessoa do administrador, sem intermediação dos meios e instalações da companhia, circunstância em que o *common law* entende não haver responsabilização²⁷⁹.

3.1.3.3. Omissão no aproveitamento de oportunidades da companhia

É vedada a omissão no exercício ou proteção dos direitos da companhia, como também deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia com o fito de obter vantagens para si ou para outrem, consoante dispõe o inciso II.

A conduta omissiva, neste caso, pressupõe dolo. Ou seja: o gestor há de voluntariamente e informado por um elemento subjetivo de busca de vantagem para si ou para terceiro, abdicar do aproveitamento da oportunidade da companhia. Deixar de aproveitar as oportunidades de maneira culposa representa não uma violação do dever de lealdade, mas uma violação do dever de diligência²⁸⁰.

Ademais, adota-se, neste caso, a orientação que se tem quanto à conduta comissiva, novamente argüindo Modesto CARVALHOSA a natureza *formal* da violação, que, portanto, seja na forma de ação, seja na de omissão, independe da ocorrência de prejuízo²⁸¹.

3.1.3.4. Vedação da aquisição de bens de interesse da companhia para revenda lucrativa

Rubens REQUIÃO aponta que a aquisição de bens, especialmente bens imóveis, por particulares ligados a administradores, em especial quando se tinha conhecimento de projetos de expansão, era fonte de abusos freqüentes

²⁷⁹ Idem, p. 260.

²⁸⁰ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 382-383.

²⁸¹ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 261.

em setores variados, ato que poderia ser tido como imoral, mas que não era considerado ilegal²⁸².

O inciso III, no entanto, tornou a conduta ilegal, asseverando que se veda ao administrador a aquisição, com o escopo de revenda lucrativa, de bem ou direito que saiba ser necessário à companhia ou que saiba que esta tem em vista adquirir.

A menção ao escopo de revenda lucrativa traz à tona a questão do prejuízo, que aqui passa a ser crucial, porque a intervenção do administrador pode ser feita de modo a proporcionar vantagem econômica à companhia, e não desvantagem, como se tem nos casos de sigilo temporário do real adquirente com o objetivo de evitar majoração de preço, ou ainda se mantida a lógica da excepcionalidade da oportunidade, graças a circunstâncias particulares do negócio, como a necessidade de celebração imediata do contrato, pagamento parcial ou total do valor, algo que pode ser viável para o administrador e inviável para a companhia²⁸³.

3.1.3.5. Dever de manter reserva sobre os negócios da companhia (sigilo)

Para Alfredo de Assis GONÇALVES NETO, a lealdade compreende também o dever de atuar com discrição, ou seja, com “reserva e sigilo sobre os negócios da companhia que só possam ou devam ser do conhecimento daqueles que os presenciam ou que, em razão do cargo que ocupam, devem conhecê-lo”²⁸⁴.

Portanto, o outro âmbito do dever de lealdade traduz-se na obrigação de manutenção de sigilo, por parte do administrador, quanto aos negócios da companhia, tendo em vista seu acesso privilegiado a informações pertencentes à intimidade desta que têm, em potência, o condão de afetar seu valor²⁸⁵.

²⁸² REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, p. 221.

²⁸³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 261.

²⁸⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**, p. 197.

²⁸⁵ Há referências históricas de grandes operações acionárias envolvendo *insider trading*, como a apontada por Fábio Konder Comparato (*Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Ano X, Nova Série, n.2, 1971, p. 41.), referente à fusão de instituições financeiras, décadas atrás, que teria sido precedida de emissão de novas ações, adquiridas em sua maioria por pequeno valor por grande acionista e administrador de uma das companhias, que conduzia

Conforma, diante da “posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado”, um “dever de abster-se de divulgá-la precocemente ou utiliza-la ilicitamente para obter vantagens”²⁸⁶.

O *insider trading*²⁸⁷ se configura quando se compra ou vende valores mobiliários de uma companhia sob influência de informações *internas* desta (*inside information*). O sentido de *interna* é de informação: (i) não divulgada ao público investidor em geral; e (ii) de natureza relevante, ou seja, capaz de influenciar o público em geral, o mercado, se e quando acessível a ele, quanto à cotação dos valores mobiliários em negociação.

Neste ponto, tocam-se o dever de lealdade e o dever de informar. Da conjugação de ambos se depreende regra geral, como aponta EIZIRIK, que aduz ser dever do administrador revelar informação relevante de que esteja em posse, em razão do dever de informar, mas, “enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia”²⁸⁸.

No direito brasileiro, o delineamento do regime legal parte do §1º do artigo 155 da LSA, direcionado apenas ao administrador de companhia *aberta*, que aduz ser dever do administrador a: (i) manutenção de sigilo sobre quaisquer informações que ainda não tenham sido divulgadas a fim de que delas tome conhecimento o mercado, (ii) cuja obtenção se tenha dado por força do cargo que o administrador exerce (iii) e que seja capaz de influir de maneira ponderável na cotação dos valores mobiliários da companhia, (iv) vedando-se ao gestor a obtenção de vantagem, para si ou para outrem, a partir da compra ou venda destes valores mobiliários.

O instituto visa a resguardar a confiabilidade do mercado, com vistas a obter a equiparação, na medida do possível, do nível de informações entre

as negociações referentes à fusão e, quando a informação atingiu o mercado, viu seu valor aumentar aproximadamente trinta vezes. Valeu-se, portanto, de informação a que tinha acesso por conta do cargo que exercia e que ainda não tinha atingido o público, em típica situação de *insider trading*.

²⁸⁶ DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo o *insider trading*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 126.

²⁸⁷ Nelson EIZIRIK assim define o instituto: “O *insider trading* é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia por parte de pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público” (*Insider trading*. **Revista de Direito Mercantil**, p. 43).

²⁸⁸ EIZIRIK, Nelson *et al.* **Op. cit.**, p. 448.

aqueles que pretendem comprar ou vender valores mobiliários. Protege-se, assim, a própria poupança popular, promovendo estímulos ao desenvolvimento de um mercado de capitais mais eficiente.

Há, no entanto, posições doutrinárias menos rigorosas em face da prática, como aponta Guilherme Brenner LUCCHESI, defendendo inclusive seu potencial de incremento da eficiência do mercado, pois a utilização de informações privilegiadas acessíveis por conta da função com o fito de aquisição de valores mobiliários representaria uma maneira eficaz de sinalizar ao mercado que determinadas ações estariam subvalorizadas ou supervalorizadas²⁸⁹. Isto porque, nas palavras de CORRÊA-LIMA, o “fato de o *insider* poder transacionar livremente com os valores mobiliários da companhia, de certa forma, é um parâmetro para a orientação do *outsider*”²⁹⁰.

Por fim, cabe mencionar que a limitação às companhias abertas ensejou divergência de Rubens REQUIÃO, afirmando o autor que a limitação da aplicação é equivocada e que o dever deveria se estender às sociedades anônimas fechadas e mesmo às familiares, pois sem esta proteção o acionista dissidente, nas palavras do autor, “ficará inerte em face da insídia do administrador que praticar o *insider trading*”²⁹¹.

3.1.3.6. Dever de zelo quanto ao sigilo em relação a subordinados e terceiros da confiança do administrador

O regime jurídico do *insider trading* no direito brasileiro também impõe ao administrador o dever acessório de *zelar* para que a violação do dever de

²⁸⁹ LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto de tutela penal na prática de *insider trading*. **Revista dos Tribunais**: 100 anos. V. II. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 925. O autor aponta que, *verbis*: “Não haveria, portanto, lesividade em tal conduta, pois, em realidade, aqueles que negociam no mercado de valores mobiliários não deixariam de realizar transações, e certamente o fariam a um preço pior. Isto porque, caso, por exemplo, um *insider* venda ações esperando que seu valor sofra uma redução, tal venda provavelmente reduzirá o valor de compra para o comprador, que compraria independentemente da ação do autor da conduta. Defende-se, portanto, que a prática de *insider trading* pode até mesmo tornar o mercado mais eficiente, pois influi nos preços do mercado, tornando-os mais próximos àqueles posteriores à divulgação das informações utilizadas. Seria uma forma de telegrafar aos investidores a tendência (*trend*) que será seguida pelo mercado após a publicização da informação relevante, desta forma antecipando seus efeitos.”

²⁹⁰ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade dos administradores de sociedade anônima**, p. 88.

²⁹¹ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 222.

sigilo não ocorra a partir de subordinados e terceiros de sua confiança, nos termos do §2º do artigo 155.

Significa dizer que, para além de uma modalidade voluntária de *insider trading*, calcada no aproveitamento consciente de informações e na atuação dolosa no sentido de por si ou terceiro interposto delas se aproveitar, pode-se configurar responsabilidade administrativa por vedação do dever de manter reserva em modalidade culposa, por força do dever de zelar para que as informações não sejam utilizadas por subordinados ou terceiros de sua confiança.

3.1.3.7. Configuração da responsabilidade

A regulamentação da responsabilidade, tendo em vista que neste caso o dever de lealdade é em face do mercado, permite que a pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários que tenha relação com alguma das condutas vedadas pelos parágrafos §1º e §2º, descritas *supra*, valha-se de demanda judicial proposta diretamente em face do administrador infrator, a fim de ter indenizadas as perdas e danos oriundos do negócio realizado, nos termos do §3º.

No entanto, o dito direito a indenização desaparece se puder ser comprovado que, no momento em que efetuou a transação, o terceiro tinha conhecimento do fato apontado como confidencial.

3.1.3.8. Vedação genérica à utilização de informações não divulgadas

A reforma da legislação das Sociedades por Ações instituída pela Lei nº 10.303/2001, cujo escopo, como se apontou *supra*, foi de promoção do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, acrescentou ao artigo 155 o §4º, enunciado normativo que veda a utilização de qualquer informação relevante ainda não divulgada por quem quer que a ela tenha tido acesso, com o fito de obtenção de vantagem no mercado de valores mobiliários, seja para si, seja para outrem.

3.1.3.9. Conflito de interesses

É corolário do dever de lealdade, ainda, o dever de evitar situações de conflito de interesse, ou seja, como aponta Fábio Ulhoa COELHO, o dever de “se abster de atuar nas operações desenvolvidas pela companhia em que tenha interesse conflitante com o social”²⁹².

É o que dispõe o artigo 156 da Lei das Sociedades por ações, asseverando que é vedada ao gestor a intervenção em qualquer operação social em que tiver interesse colidente com o da companhia, assim como na deliberação que tomarem a respeito dela os demais administradores. Cabe-lhe, ainda, sempre nos termos do *caput* do artigo 156²⁹³, ao gestor em situação conflitante, dar ciência disto aos demais administradores e descrever, na ata de reunião respectiva, qual a natureza e a extensão dos seus interesses.

A proibição calca-se na presunção de que, apresentada em situação na qual o administrador deverá escolher entre interesses seus e interesses da companhia, tenderá a optar pelos seus.

Não significa, contudo, uma absoluta vedação da possibilidade de o administrador contratar com a companhia, exceção para o caso de administradores de instituições financeiras, que estão proibidos de com estas contratar mútuo, nos termos do artigo 34, I, da Lei nº 4.595/1964²⁹⁴. O que se veda, como assevera Fran MARTINS, é a intervenção na operação social, proibindo-se ao administrador “opinar sobre a realização do negócio, ou apresentar qualquer sugestão que por acaso sirva para que a operação se realize”²⁹⁵.

²⁹² COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 246.

²⁹³ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

²⁹⁴ Art. 34. É vedado às instituições financeiras conceder empréstimos ou adiantamentos:

I - A seus diretores e membros dos conselhos consultivos ou administrativo, fiscais e semelhantes, bem como aos respectivos cônjuges;

²⁹⁵ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 389.

Caso sem sua intervenção ocorra decisão no sentido da contratação, a avença deverá ser firmada, nos termos do §1º, em condições razoáveis ou eqüitativas, iguais àquelas que preponderam no mercado ou àquelas condições que se teria caso a companhia contratasse com terceiro. Noutros termos, é preciso que o negócio se entabule como se teria entabulado caso se desse não entre a companhia e um de seus administradores, mas entre a companhia e um terceiro.

Havida contratação e configurada sua violação ao disposto no §1º, isto é, se esta não se der de forma compatível com o mercado e demais condições apontadas *supra*, o negócio é considerado *anulável*²⁹⁶, superando-se discussão presente na vigência do Decreto-lei nº 2.677, com relação a ser a contratação hipótese de nulidade ou anulabilidade²⁹⁷.

Ademais, caberá ainda ao administrador que atuou violando as condições legais o dever de transferência para a companhia de quaisquer vantagens auferidas.

3.1.4. Dever de informar

O mercado de valores mobiliários pauta-se nas informações disponíveis sobre as companhias que têm seus valores mobiliários nele admitidos em negociação.

A ausência de um modelo regulado de divulgação de informações rendeu crises históricas no mercado de capitais, sendo um dos fatores relevantes do *crash* de 1929, nos Estados Unidos da América, que como lembra Fran MARTINS, foi “provocado ou alimentado pela má orientação dos negócios nas bolsas”²⁹⁸. A reconstrução da economia americana, aliás, passou justamente pela adoção de medidas voltadas à promoção de mecanismos de controle da divulgação de informações pelas empresas, com destaque para o *Securities Act* e da *Securities Exchange Act*, de 1933 e 1934, respectivamente, tendo este último criado a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a

²⁹⁷ Idem, p. 390.

²⁹⁸ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 394.

equivalente estadunidense e inspiradora da criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira²⁹⁹.

Para que o funcionamento do mercado se dê de maneira adequada, portanto, os administradores de companhias abertas (ou seja, aquelas que podem negociar valores mobiliários no mercado de valores mobiliários) têm o dever de informar, positivado no artigo 157 da LSA.

Indigitado dever conta com duas faces, na síntese de Fábio Ulhoa COELHO: é, de um lado, dever voltado aos acionistas, consubstanciado na obrigação de prestar-lhes informações, e, de outro lado, dever de comunicação de modificações na posição acionária e de fatos relevantes, que tem como destinatário o mercado³⁰⁰.

3.1.4.1. Dever de informar os acionistas

A configuração legal do dispositivo se apresenta no artigo 157 da LSA, que determina que o administrador de companhia *aberta* o dever de declarar sua participação em valores mobiliários da companhia, estendendo-se em seus parágrafos e alíneas, que de forma relativamente minuciosa apontam situações que devem ser obrigatoriamente reveladas aos acionistas.

No momento em que assume o cargo, o administrador deve declarar, nos termos do 157, *caput*, no momento da firmação do termo de posse, o número de ações, opções de compra de ações, bônus de subscrição e debêntures passíveis de conversão em ações emitidos pela companhia e pelas sociedades do mesmo grupo de que tenha titularidade.

Modesto CARVALHOSA criticava o preceito, apontando-o como inócuo, na medida em que o encargo de declaração de propriedade se vê cumprido e esgotado no momento da assunção do cargo, só havendo atualização ao

²⁹⁹ A relevância da *disclosure*, do dever de informar, fica patente na declaração da SEC, datada de 1963, que asseverava: “a disclosure é a pedra angular da legislação federal sobre valores mobiliários; é o *sine qua non* da análise e decisão do investimento; é a grande salvaguarda que governa a conduta da administração em muitas de suas atividades; é o melhor baluarte contra a publicidade negligente não só de recomendações irresponsáveis como da venda de valores mobiliários” (vide MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 31).

³⁰⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 247.

término do mandato e apenas em caso de recondução, quando novamente se faria necessária a declaração do *caput* do artigo 157³⁰¹.

Esta limitação do regime legal só se viu superada pela inserção do §6º ao artigo³⁰², pela Lei nº 10.303, de 2001, que ordena a imediata comunicação, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado em que a companhia negociar valores mobiliários, das modificações na posição acionária dos administradores na companhia.

Ademais, se solicitado na assembleia-geral ordinária, por pedido que conte com o apoio mínimo de 5% (cinco por cento) do capital social, incumbe ao administrador da companhia aberta divulgar, nos termos do §1º e alíneas do artigo indigitado: (i) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; (ii) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (iii) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; (iv) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e (v) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

O percentual estabelecido como mínimo traduz, na visão de CARVALHOSA, “a intenção do legislador que foi a de sonegar aos acionistas minoritários qualquer possibilidade de exercício”³⁰³ do direito de solicitação de informações. A exigência merece diluição do percentual mínimo frente ao capital social da empresa, assim como promovida em relação ao voto múltiplo pela Instrução nº 165/1991, da CVM, na redação dada pela Instrução nº 282/1998, uma vez que, especialmente nas companhias de grandíssimo porte, caso da Vale do Rio Doce, *e.g.*, os cinco por cento legais acabam por causar exagerada limitação de acesso.

³⁰¹ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 287.

³⁰² Art. 157. (...) § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

³⁰³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 288.

Alcançado o percentual exigido, as informações prestadas pelo gestor poderão ser reduzidas a escrito e devidamente autenticadas pela mesa da assembleia, com cessão de cópias aos solicitantes, se assim o solicitar qualquer dos acionistas, nos termos do §2º, ainda do referido artigo 157.

Todavia, embora presente a obrigação de prestação de informações configurada pelos dispositivos enunciados, as informações divulgadas por meio deste mecanismo têm utilização vinculada. Seu uso só pode se dar no legítimo interesse da companhia ou do acionista, consoante dispõe o §3º, respondendo o solicitante por eventual uso irregular.

No entanto, como aponta Fran MARTINS, parece equivocada o foco atribuído pelo legislador, ao destacar que o solicitante há de responder pelo uso irregular. Isto porque a informação se presta à assembleia, não apenas a quem a solicita, tendo o condão, portanto, de ser conhecida por todos aqueles que dela tomarem parte. Assim, pelo mau uso podem e devem responder não apenas aqueles que solicitam a informação, mas qualquer acionista que se valer do esclarecimento que não em seu regular interesse ou no da companhia³⁰⁴.

Pode, ainda, haver *recusa legítima* do administrador na prestação das informações solicitadas, especificamente aquelas do §1º, e, desde que atendido o conteúdo do art. 157, §5º³⁰⁵, que permite a negativa caso a revelação das informações possa colocar em risco interesse legítimo da companhia. Isto porque alguns fatos e atos, mesmo que relevantes, devem permanecer em segredo para que se possam viabilizar. Do contrário, ter-se-ia prejuízo à própria sociedade, na medida em que o conhecimento por terceiros poderia ocasionar sua não concretização³⁰⁶.

A aferição da legitimidade do interesse, por solicitação dos administradores, dos acionistas ou por iniciativa sua, cabe à Comissão de Valores Mobiliários.

³⁰⁴ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 401-402.

³⁰⁵ Art. 157. (...) § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

³⁰⁶ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 401.

3.1.4.2. Dever de informar o mercado

A segunda face do dever de informar se refere ao dever de informar o mercado. Dito dever, comumente tratado, como se viu, pelo termo *disclosure*, consiste em “conjunto de regras que visam a proteger a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais”³⁰⁷.

Importante destacar que não se trata de dever de revelar informações atinentes aos negócios inerentes à consecução do objeto social da companhia, dado que estes pertencem ao sigilo empresarial, mas sim de divulgar tudo aquilo que possa influir na cotação dos valores mobiliários da companhia negociados no mercado.

Impende ter-se em vista, ainda, que dito dever de informação, mais do que qualquer outro dever, vincula-se especificamente às companhias abertas. Em se tratando de companhias fechadas, que por definição não podem captar recursos da poupança popular, a dita obrigação perde sentido.

Nesta esteira, aduz o §4º do artigo 157 que os administradores de companhias abertas têm a obrigação de comunicar diretamente a bolsa de valores, bem como de promover a divulgação pela imprensa de qualquer deliberação, seja da assembleia-geral ou dos órgãos administrativos, bem como de quaisquer *atos relevantes* ocorridos nos seus negócios que tenham o condão de influir, *de modo ponderável*, nas decisões dos investidores em relação à compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.

O dispositivo tem o escopo de, na síntese de Fran MARTINS, fazer com que “não apenas os que já são acionistas como aqueles que por acaso pretendem investir na sociedade ajam com consciência do que se passa com as empresas de que participam ou desejam participar”³⁰⁸.

O eixo-central é a definição de fato relevante, que se dá a partir do seu potencial de influência na cotação dos valores mobiliários, que se traduz no seu potencial de influência na decisão dos investidores de permanecer ou não permanecer, de investir ou não investir na companhia.

³⁰⁷ REQUIÃO, Rubens. **Op. Cit.**, p. 224.

³⁰⁸ MARTINS, Fran. **Op. cit.**, p. 400.

Note-se: a aferição da influência é sempre calcada na noção de potência³⁰⁹, uma vez que não se tem como antecipar o resultado e, mais do que isso, não é incomum, na dinâmica de mercado, que os resultados, dadas as múltiplas variáveis atuantes, se dêem de maneira diversa da prevista. A análise se dá, portanto, *a priori*, tendo em vista o que se supõe que um investidor racional faria frente a determinado fato. Se o fato influenciaria ou não decisões negociais envolvendo valores mobiliários da companhia.

Nesta esteira, pode ser considerado fato relevante, na definição de Fabio Ulhoa COELHO, “todo e qualquer evento econômico ou de repercussão econômica a envolver a companhia”³¹⁰, em rol que inclui as deliberações dos órgãos societários, a menção à realização ou não de certos negócios, as projeções de desempenho da sociedade, dentre outros. O parâmetro para averiguar a influência potencial do fato, na lição de CARVALHOSA, não é, contudo, o do investidor profissional, mas do investidor comum³¹¹.

O objetivo é claro: proporcionar a todos os investidores oportunidades iguais de negociação, escopo que só a mais ampla publicidade (*full disclosure*) pode permitir.³¹²

A Comissão de Valores Mobiliários, mediante a promulgação da Instrução nº 358/2002, definiu fato relevante nos seguintes termos:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou

³⁰⁹ Quanto ao foco na *potência*, a CVM se pronunciou no Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4776, de relatoria do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, nos seguintes termos: “Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte na decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a potência de impacto e não sobre o real impacto”.

³¹⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 247.

³¹¹ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 294.

³¹² A Comissão de Valores Mobiliários adota rigor na aferição do cumprimento do dever, exigindo que, mais do que a divulgação, se tenha divulgação completa do fato relevante, como se depreende da decisão do Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4776, em que se definiu: “Deve-se notar que o administrador é o responsável pela divulgação, desde o início, do fato relevante de forma completa. Não obedece a legislação quem anuncia um fato, mas espera uma ordem da CVM para divulgar os aspectos relevantes deste fato que á sejam de seu conhecimento. A iniciativa deve, sempre, partir da administração da companhia” (Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007).

fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Note-se que a composição da noção a partir da definição da CVM é mais densa do que o legalmente disposto, no que bem atendeu a sua função de regulamentar a norma legal. O parágrafo único do dispositivo apontado, a propósito, traz rol exemplificativo de fatos que podem ser considerados relevantes, citando, dentre outros: (i) mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas (inciso II); (ii) decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta (VI); (iii) mudança de critérios contábeis (X); e (iv) renegociação de dívidas (XI)³¹³.

³¹³ No rol completo constam: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

3.1.4.3. Possibilidade de sigilo

Por fim, cabe ter em vista que, assim como em relação ao pedido de informações previsto no §1º, e, o administrador pode invocar, quanto ao previsto no §4º, o direito de não divulgar do §5º, calcada no risco de dano a interesse legítimo da companhia. No entanto, é bom que se tenha claro que apenas a não divulgação pela imprensa é permitida, mas a comunicação à bolsa de valores segue sendo obrigatória³¹⁴.

3.1.4.4. Momento em que nasce o dever de informar.

O dever de informar deve ser lido em contraste com o dever de manter sigilo, um dos âmbitos do dever de lealdade, como apontado *supra*. Destarte, na dinâmica do binômio sigilo-publicidade, há que se ter claro o momento em que a informação deixa de ser albergada pelo dever de manter sigilo e passa ao âmbito de incidência do dever de informar.

Ademais, na presença de rumores sobre eventuais hipóteses que configurariam fatos relevantes, é dever dos administradores, tão logo possível, prestar os devidos esclarecimentos ao mercado, nascendo também aí o dever de informar³¹⁵.

³¹⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 293.

³¹⁵ EIZIRIK, Nelson. **Op. cit.**, p. 470. A CVM corrobora este entendimento, como se depreende do PAS 2006/5928, relatado pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa: “A CVM tem sempre confirmado que, se a informação foge ao controle da companhia ou se se constata oscilações atípicas nas cotações ou no volume dos valores mobiliários negociados, é dever do diretor de relações com investidores esclarecer a situação, divulgando fato relevante, confirmando ou desmentindo o que, até então, não passa de simples boato ou trazendo a público o fato que pode justificar a oscilação na cotação ou nos volumes negociados. Se o fato relevante ainda não puder ser considerado um fato consumado ou definitivo, é dever do diretor de relações com investidores divulgar a informação até então disponível sobre esse fato. Igual atitude há de ser tomada se o fato for um ato jurídico. Nesse caso, o dever de divulgar independe da formalização desse ato jurídico, devendo o diretor de relações com investidores divulgar a existência de negociação ou a intenção de formalização do ato jurídico”.

3.2. Responsabilidades dos Administradores

3.2.1. Esferas de responsabilidade

O direito oferece esferas autônomas de responsabilidade, caso da penal, da cível, da administrativa e da tributária. Ditas esferas atuam de maneira independente, sendo possível que um agente enfrente reflexos em todas elas. Nesta esteira, é possível que um gestor societário que atua de modo a promover falsa cotação das ações e outros títulos da sociedade, mediante *insider trading*, pode ser punido na esfera criminal, por violar, dada a tipicidade enunciada no artigo 177, §1º, II, do Código Penal³¹⁶, na esfera administrativa, por atuação da Comissão de Valores Mobiliários e, ainda, ter reconhecida judicialmente a obrigação de indenizar os prejudicados, na esfera cível.

Da responsabilidade penal³¹⁷, embora se possa de antemão questionar sua eficácia, dado o montante das penas estipuladas e a raríssima ocorrência de condenações, uma vez que se tem em vista um processo penal moroso, sujeito à ocorrência de prescrição da pretensão punitiva ou a penas insignificantes, não se tratará. Como também não será objeto de análise a responsabilidade tributária.

Por ora, tratar-se-á da responsabilidade civil, nos termos em que dela se trata na Lei das Sociedades por Ações, enquanto que à responsabilidade na esfera administrativa se dedicará tópico próprio, *infra*.

³¹⁶ Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembleia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:

Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.

§ 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (Vide Lei nº 1.521, de 1951) (...) II - o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade;

³¹⁷ RODRIGUES, Sílvio. **Direito Civil: Responsabilidade civil**, p. 5, distingue a responsabilidade civil da penal nos seguintes termos: “No caso do crime, o delinquente infringe uma norma de direito público e seu comportamento perturba a ordem social (...) A reação da sociedade é representada pela pena. (...) No caso de ilícito civil, ao contrário, o interesse diretamente lesado em vez de ser o interesse público é o privado (...) A reação da sociedade é representada pela indenização a ser exigida pela vítima do agente causador do dano”.

3.2.2. Responsabilidade civil

Enquanto às responsabilidades penal e administrativa incumbe propósito de apenar, com o fito de prevenir ou simplesmente punir, descabido neste ponto o debate acerca das funções das sanções aplicadas, à responsabilidade civil cabe a atuação reparatória³¹⁸, seja com a finalidade de ver reparados os danos causados à companhia, seja com a finalidade de ver reparados os danos causados a terceiros em geral³¹⁹.

Primeiramente, é preciso considerar que aos próprios sócios não cabe responsabilidade, nas sociedades anônimas, para além do preço de emissão das ações subscritas. No mesmo sentido se tem como regra geral a irresponsabilidade pessoal dos administradores pelas obrigações por si contraídas em nome da sociedade, desde que correspondam estas ao que a lei denomina *ato regular de gestão*, conforme explícito no enunciado normativo do *caput* do artigo 158 da Lei das Sociedades por Ações. É do vínculo orgânico que se extrai essa irresponsabilidade como regra, pois os dirigentes, como recorda REQUIÃO, são “órgãos da pessoa jurídica, e é nessa qualidade que agem em nome e por conta da sociedade”³²⁰. Quando há ato regular de gestão, “não é o administrador quem atua, mas a sociedade”³²¹. E é também o vínculo orgânico que faz a responsabilidade ser aquiliana e não contratual, como seria se o vínculo fosse de mandato e não orgânico³²².

³¹⁸ José de Aguiar Dias, falando da imprescindibilidade do dano para a responsabilidade civil, assevera que a culpa, “uma vez que se configura, pode ser produtiva de resultado danoso, ou inócua. Quando tem consequência, isto é, quando passad o plano puramente moral para a execução material, esta se apresenta sob a forma de ato ilícito. Este, por sua vez, pode ou não produzir efeito material, o dano. A responsabilidade civil só esse resultado interessa, vale dizer, só com a repercussão do ato ilícito no patrimônio de outrem é que se concretiza a responsabilidade civil e entra a funcionar o seu mecanismo. A responsabilidade penal, mais exigente, emerge, ainda, em face do ato frustrado: a tentativa, mesmo desacompanhada de efeito danoso, incide nas suas sanções” (**Da responsabilidade civil**, p. 136).

³¹⁹ Para RICHARD, Efraín Hugo e MUIÑO, Orlando Manuel. **Derecho societario**, p.539, o regime de responsabilidade aparece como “equilibrio jurídico a las facultades amplias de gestión, que busca *a posteriori* la reintegración del patrimonio social injustamente perjudicado por la mala gestión (ilegal, antiestatutaria), por medio del mecanismo indemnizatorio, pero actúa también *a priori*, como límite que fija el marco lícito de la gestión del interés social”.

³²⁰ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 227.

³²¹ GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Op. cit.**, p. 202.

³²² ZAITZ, Daniela. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas e por quotas de responsabilidade limitada. **Revista dos Tribunais**, p. 21. Igualmente, BULGARELLI, Waldirio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, p. 90.

Sua responsabilidade exsurge, contudo, a partir do momento em que, sempre nos termos do artigo 158, causar prejuízos³²³ procedendo: (i) dentro de suas atribuições ou poderes, de maneira culposa ou dolosa; (ii) violando a lei ou o estatuto.

Noutros termos, dados os deveres que a lei impõe aos administradores e presente qualquer sorte de violação, ter-se-á viabilidade de promover a responsabilização, tanto em sua relação interna, frente à sociedade e seus acionistas (*interna corporis*), quanto externa, na relação entre o ato do administrador e os terceiros lesados (*externa corporis*)³²⁴.

3.2.3. Responsabilidade subjetiva e objetiva

A responsabilidade civil pode ser classificada em objetiva ou subjetiva, o que se faz com fulcro no princípio que a embasa, do “fundamento da imputação da obrigação de indenizar”³²⁵. Assim, se o fundamento for a *culpa*³²⁶, ter-se-á responsabilidade subjetiva; se for o *risco*, ter-se-á responsabilidade objetiva.

A primeira diz respeito à responsabilidade de reparar o dano ocasionado por condutas comissivas ou omissivas intencionais (dolosas) ou não intencionais, se estas forem resultado de imperícia, negligência ou imprudência (culposas), conformando-se como o regime geral de responsabilidade civil adotado pelo direito brasileiro³²⁷.

³²³ Quanto à necessidade de prejuízo, há quem defenda posição diferenciada: “Na apuração da responsabilidade dos diretores em virtude da multiplicidade dos atos de gestão, nos quais poderá ter agido com culpa *in vigilando* ou *in eligendo*, ou dolo, os juízes têm poderes amplos para apreciar as causas de tais atos, inquinando também aqueles que, embora com benefícios para a sociedade, revelem imprudência ou má administração, nessa hipótese, **pode não ter ocorrido o prejuízo**, mas negócios estranhos ao objeto social, ou com grandes riscos, não caracterizariam uma boa e prudente direção (LEITE FILHO, Fernando Rudge. Da responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas no Direito brasileiro e no comparado. **Revista de Direito Mercantil**, p. 39, com grifo nosso). A menção unicamente a diretores se explica por ter sido o texto escrito sob a égide do regime pré-1974, em que, como se apontou, a administração das sociedades por ações ficava a cargo apenas de uma diretoria.

³²⁴ SANTIAGO, Márcia Andrade. A responsabilidade do administrador de sociedade anônima. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná**, p. 110.

³²⁵ NORONHA, Fernando. **Direito das Obrigações**, p. 484.

³²⁶ Impende ter em vista, com Orlando Gomes, que “o vocábulo culpa emprega-se em sentido amplo, abrangendo a culpa *stricto sensu*, isto é, a omissão de diligência e o dolo, ou seja, a preordenação do fato ao evento danoso” (GOMES, Orlando. **Obrigações**, p. 353).

³²⁷ Idem, p. 485.

Já a segunda modalidade se refere ao dever de indenizar sem necessidade de aferição de dolo ou culpa *stricto sensu*, depreendendo-se a responsabilidade dos riscos inerentes à atividade³²⁸.

Impende, então, averiguar se a responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas se dá por danos causados simplesmente por serem estes riscos inerentes à atividade que exercem ou se o são por força de conduta intencional, negligente, imprudente ou imperita.

Primeiramente, há que se recordar que o artigo 158 aponta duas hipóteses de responsabilidade, uma atinente à atuação dentro do âmbito dos poderes (I) e outra quanto às violações da lei ou do estatuto (II).

Na construção de Osmar Brina CORRÊA-LIMA, o inciso I do artigo 158 trata do respeito aos deveres de diligência e lealdade, enquanto que o inciso II liga-se ao dever de obediência à lei e ao estatuto³²⁹. No caso do primeiro, só haveria responsabilidade se presente culpa ou dolo. No caso do segundo, ter-se-ia atuação *ultra vires* e sempre haveria responsabilidade.

O autor, no entanto, critica enfaticamente o uso da noção de culpa, que não seria mais que sentimento, propondo que a aferição da violação do disposto no inciso I do artigo 158 se dê com base na noção de descumprimento de dever, que tem conteúdo concreto, propondo que se tenha como responsável civilmente o administrador ao agir, “dentro de suas atribuições ou poderes, pelo descumprimento (por ação ou omissão), dos deveres de diligência ou lealdade”³³⁰.

Malgrado a pertinência da crítica apontada ao conceito de culpa e suas limitações, como o sistema de responsabilidade civil brasileiro ainda elege a culpa fundamento geral de responsabilidade, esta não pode ser afastada sem que se tenha uma reestruturação normativa.

Para José Edwaldo Tavares BORBA, se o administrador atuar “no âmbito de seus poderes e em consonância com as normas legais e estatutárias aplicáveis”³³¹, só se caracteriza ilícito se houver comprovação, pelo proponente da demanda, de que teria havido dolo ou culpa, configurada esta pela presença

³²⁸ Idem, *ibidem*.

³²⁹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima**, p. 104-105.

³³⁰ Idem, p. 109.

³³¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Op. cit.**, p. 424.

de negligência, imprudência ou imperícia no cumprimento dos deveres societários. Se, contudo, sempre na opinião do autor citado, tiver havido infração ao estatuto social ou à legislação aplicável, a culpa é presumida, “como consequência mesma do fato mesmo da infração cometida”³³².

Modesto CARVALHOSA, contudo, vê, no inciso II do dispositivo, não presunção de culpa, mas responsabilidade objetiva, por se tratar de violação de encargos legais³³³. Assim, responderia sempre e necessariamente, independentemente de aferição de culpa, o administrador que violasse preceito legal, como o de a diretoria convocar a assembleia geral, na falta de conselho de administração, ou deste último deixar de fixar a orientação geral dos negócios da companhia³³⁴.

Todavia, a distinção dos incisos do artigo 158 não é precisa e a distinção de regime não se justifica.

Isto porque, ao proceder com culpa ou dolo, ou seja, ao violar algum dos deveres que lhe são impostos, o dirigente societário viola a lei tanto quanto a violaria ao deixar de convocar a assembleia geral no prazo legalmente estabelecido. É tão contrário à lei a omissão no cumprimento desta regra legal quanto é a ação ou omissão que viole o dever de diligência, como a tomada de decisões não informadas.

Não há, portanto, entre os incisos I e II, diferença efetiva que justifique a atribuição de regimes jurídicos de responsabilidade distintos a um ou outro. Não é a simples ausência da menção a culpa ou dolo no inciso II que faz objetiva a responsabilidade por sua violação, porque a violação de um ou de outro representará, sempre e necessariamente, violação da lei.

Esta a orientação, a propósito, de Fábio Ulhoa COELHO, que após destacar a interdefinibilidade das hipóteses dos incisos do artigo 158³³⁵ e de concluir que a responsabilidade dos administradores, em última análise, deriva

³³² Idem, *ibidem*.

³³³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 317.

³³⁴ Em idêntico sentido a posição de Nelson Rodrigues NETTO, que afirma, *verbis*: “Por outro lado, o inciso II do artigo 158, dispõe que a violação da lei ou do estatuto enseja o dever de reparar. Aqui não há o que se investigar sobre a conduta do agente, se culposa ou dolosa, mas, apenas perquirir do nexo de causalidade entre conduta e dano. Claro, portanto, ter-se adotado a Teoria Objetiva da Responsabilidade Civil” (Responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas. **Revista Forense**, p. 143).

³³⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 258.

sempre do descumprimento de dever legal (ou estatutário, que se equivale ao legal)³³⁶, argúi que a responsabilidade civil tem como regra geral, por força do artigo 927 do Código Civil, a responsabilidade subjetiva do tipo clássico, ou seja, tem como fundamento a culpa, sendo o ônus de comprovação da culpa daquele que busca responsabilizar o administrador.

E, como a lei não excepciona a regra geral da responsabilidade com ônus da prova para o demandante, muito menos aponta hipótese de responsabilidade objetiva, já que o artigo 158 “não menciona inversão de ônus probatório, nem descarta a culpa como pressuposto da responsabilidade”³³⁷, não há que se cogitar de outro sistema de responsabilidade que não a subjetiva clássica³³⁸.

Há sistemas que admitem a presunção de culpa, contudo, caso do sistema português que, malgrado exija conduta culposa e, portanto, não admita responsabilidade objetiva³³⁹, prevê explicitamente na legislação que os dirigentes são responsáveis salvo se provarem que procederam sem culpa³⁴⁰.

No caso brasileiro, porém, se tem que a responsabilidade dos administradores, dada a ausência de distinção entre o disposto nos incisos I e II do artigo 158 e, outrossim, a ausência de exceção legalmente constituída ao regime geral de responsabilidade, dá-se nos termos da responsabilidade subjetiva clássica, dependendo da prova da culpa do administrador pelo proponente da demanda reparatoria³⁴¹.

³³⁶ Idem, p. 259.

³³⁷ Idem, p. 260.

³³⁸ No mesmo sentido, *e.g.*, ZAITZ, Daniela. **Op. cit.**, p. 24.

³³⁹ ABREU, J. M. Coutinho de. **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**, p. 842. Aduz o autor que: “A violação dos deveres (legais ou ‘contratuais’) deve ser *culposa*. A conduta do administrador merece censura do direito quando, atendendo às circunstâncias, ele podia ter agido de outro modo. Por conseguinte, não se incluem no âmbito da responsabilidade dos administradores perante a sociedade as consequências imputáveis aos *riscos de empresa*”.

³⁴⁰ A disposição é do Código das Sociedades Comerciais, *in verbis*: “Art. 72º. Responsabilidade de membros da administração para com a sociedade. 1. Os erentes ou administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por actos ou omissões praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais, **salvo se provarem que procederam sem culpa**” (g.n.).

³⁴¹ Há, contudo, autores que vêem também no sistema brasileiro a presunção de culpa. Por todos, FRONTINI, Paulo Salvador. **Op. cit.**, p. 45, para quem “obrigações assumidas com violação da lei ou do estatuto acarretarão a responsabilidade do administrador, *presumindo-se-lhe a culpa*”. E EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa dos diretores de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 53: “Parece-nos que na hipótese do n. II do art. 158 ocorre uma inversão do ônus da prova, devendo considerar-se que há, portanto, uma *presunção da culpa* do administrador quando ele infringe a lei ou o estatuto”.

3.2.4. Obrigação de meio *versus* obrigação de resultado

Outra definição relevante quanto à responsabilidade dos dirigentes societários diz respeito à natureza da obrigação que têm para com a sociedade e terceiros: se sua obrigação é de meio ou de resultado.

Neste caso, é pacífica a doutrina no sentido de que não se pode obrigar o administrador com vistas à produção de resultados³⁴², tendo em vista que a condução da atividade empresarial está sujeita à atuação de variáveis internas e externas que não estão e não podem estar sob pleno controle do dirigente societário.

A este cabe não mais do que um esforço no sentido de que se dê os melhores resultados. Cabe a adoção dos meios considerados adequados, em tese, à produção dos resultados esperados. Mas não cabe, nem pode caber, a responsabilidade pelo fracasso de uma decisão de negócio³⁴³.

Isto se põe claro especialmente ao se ter em vista que a gestão societária exige, em determinadas situações, a assunção de riscos significativos, voltados à produção de resultados proporcionalmente interessantes. Se o administrador conviver com potencial responsabilidade, sua conduta será sempre a de evitar riscos, independentemente dos ganhos potenciais, o que acabaria por representar não uma vantagem, mas uma desvantagem para a companhia e, em última análise, uma atuação não condizente com o interesse social³⁴⁴.

³⁴² Por todos, CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 314.

³⁴³ Conforme afirmam Paul e Philippe DIDIER: “Si le dirigeant social est tenu d’une obligation générale de compétence, de diligence et d’action dans l’intérêt de la société, il ne contracte sur ce point qu’une obligation de moyens, sans que le mauvais état des affaires sociales ne permette de présumer sa faute de gestion dont la charge de la preuve incombe à la partie qui s’en prévaut “ (**Op. cit.**, p. 237)

³⁴⁴ Pode-se falar, com LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dever de melhores esforços (*best efforts*). **Revista de Direito Mercantil**, p. 9, em outras modalidades de obrigações que não simplesmente as de meio e de resultado, como as de melhores esforços *best efforts*, construção da doutrina estadunidense vinculada à teoria da performance. Para os fins da presente análise, porém, basta saber que a obrigação é de meio: isto é, está vinculada ao cumprimento dos deveres administrativos, sem que o resultado deles provindo tenha qualquer impacto na aferição da responsabilidade.

3.2.5. Da responsabilidade por atos de outros gestores

A regra geral é de que a responsabilidade de um administrador não se comunique aos demais, nos termos do §1º do artigo 158³⁴⁵. Configura-se exceção, contudo, se houver conivência na prática, negligência no descobrimento dos atos ilícitos praticados ou, se conhecedor destes, o administrador não praticante deixar de agir com o fito de impedir-lhes a prática.

O dispositivo traz, ainda, regra de isenção que torna irresponsável o administrador que, ao apresentar dissidência de decisão que entende ilícita, faça constar sua divergência em ata de reunião do órgão administrativo ou, se inviável esta, dê imediata ciência escrita de sua divergência, de forma motivada, ao órgão respectivo, ao conselho fiscal (se este estiver em funcionamento) ou à assembleia geral.

3.2.6. Da ocorrência de solidariedade

Pode ocorrer, no entanto, solidariedade na responsabilidade entre os administradores pela violação dos deveres legalmente impostos com o fito de assegurar o regular funcionamento da companhia, mesmo que o estatuto aponte que os deveres não cabem a todos, mas a algum ou alguns em específico, nos termos da regra geral do §2º³⁴⁶.

A regra geral de solidariedade, compatível com sociedades anônimas fechadas e de menor porte, não é adequada quando se tem em mente sociedades anônimas abertas, especialmente aquelas de porte maior, que têm sistema administrativo complexo, dividido em criterioso critérios de competências administrativas, nas quais a exigência da mútua fiscalização

³⁴⁵ Art. 158. (...) § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

³⁴⁶ Art. 158. (...) § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

consignada no §2º afetaria de maneira relevante a própria viabilidade da administração empresarial.

Atento a este fato, o legislador trouxe a previsão, no §3º³⁴⁷, de que, nas companhias abertas, independentemente de porte, a responsabilidade mencionada no parágrafo anterior só se aplica aos dirigentes que, por disposição estatutária, tenham como atribuição específica dar cumprimento àqueles deveres.

Relevante, ainda, considerar que a diretoria e o conselho de administração têm competências distintas, medindo-se a responsabilidade de acordo com esta distinção e tendo em vista que só na presença de algum liame é que se pode cogitar a imputação de responsabilidade solidária aos conselheiros, *e.g.*, por conta de ato de diretor³⁴⁸.

No entanto, qualquer administrador que, nos termos do §4º³⁴⁹, tomar conhecimento do não cumprimento de algum de seus deveres, seja por seu predecessor, seja por administrador considerado competente nos termos do §3º, e deixar de comunicá-lo à assembleia geral, será considerado solidariamente responsável pelo descumprimento, respondendo pelos danos juntamente com o administrador praticante do ato.

Mesmo terceiros que não ostentarem a condição de dirigentes societários poderão ser considerados solidariamente responsáveis³⁵⁰, conjuntamente com o administrador ou os administradores, caso concorram com a prática de ato que viole a lei ou o estatuto, consoante dispõe o §5º.

³⁴⁷ § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

³⁴⁸ Vide, *e.g.*, Processo Administrativo Sancionador nº 22/99, da CVM, em que consta, no voto do Dir. José Luis Osório: "(...) o exercício permanente do controle de legitimidade dos atos dos diretores que cabe aos conselheiros deve ser encarado com certa temperança, uma vez que não se lhes pode exigir determinados conhecimentos técnicos que são inerentes à função dos diretores de companhia. O dever de supervisão dos conselheiros encontra, portanto, certos limites, não podendo estes serem responsabilizados por atos praticados pelos diretores que sejam sonegados ao seu conhecimento, de difícil ou impossível constatação, especialmente em se tratando de questões eminentemente técnicas (...)".

³⁴⁹ § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato à assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

³⁵⁰ § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

3.2.7. Ação de responsabilidade

Delimitada a atuação faltosa do administrador que pode ensejar sua responsabilização, impende ainda que se trate das normas especiais quanto à demanda judicial voltada à efetivação da responsabilidade.

Não tão comuns no Brasil, o desenrolar de demandas desta natureza foi fundamental na construção do modelo legal de regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos da América, por conta do sistema de precedentes típico do *Common Law*. A propositura é mesmo incentivada, naquele país, concretizando, como aponta Nelson EIZIRIK, uma filosofia de cidadão-Ministério Público, voltada à fiscalização do mercado de capitais³⁵¹.

Embora regrada pelo Código de Processo Civil, a ação de responsabilidade conta com certas peculiaridades, voltadas especificamente às situações em que a prejudicada pela atuação do administrador é a própria companhia, tendo em vista o potencial conflito entre o gestor praticante do ato e o interesse social.

Dadas estas condições (presença de ato que enseje responsabilidade e de dano patrimonial à companhia), a ação de responsabilidade deve atender aos enunciados normativos do artigo 159 da LSA, §1º a §6º, que formam regime jurídico específico que delineará *infra*. É a chamada ação social, que tanto pode ser *ut universi* ou *ut singuli*³⁵².

Do contrário, isto é, se o prejudicado for um acionista em específico ou ainda um terceiro diretamente prejudicado pelo ato do administrador, estes podem individualmente propor a demanda, sem necessidade de atendimento aos regramentos específicos da LSA, bastando o atendimento das condições típicas do Código de Processo Civil, como recorda o §7º da LSA. É a chamada ação individual.

³⁵¹ EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa dos diretores de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 49.

³⁵² A separação não é exclusividade do regime brasileiro, podendo ser encontrada em outros sistemas, caso do francês, que prevê as duas modalidades, como apontam RIPERT e ROBLOT. **Op. cit.**, p. 551-ss.

3.2.7.1. A ação social

Quando a companhia enfrenta o prejuízo, a regra é que esta figure no pólo ativo do processo³⁵³. Assim, pode-se definir a ação social como “a ação que tem a sociedade como titular do patrimônio para obter a reparação dos danos produzidos por seus administradores”³⁵⁴.

No entanto, isto depende de prévia deliberação de um dos órgãos societários, a assembleia geral. Este, a propósito, é exatamente o texto normativo do artigo 159, que aduz, *verbis*, que: “Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio”.

Cabe destacar, ainda, com Fernando MASCHERONI e Roberto MUGUILLO, que se há tendência no sentido de se reconhecer, nos variados sistemas jurídicos, a possibilidade de propositura de uma ação social, mesmo que *ut singuli*, é também recorrente que se exija do acionista demandar no sentido de impugnar a decisão assemblear, tendo em vista que se esta aprovar a gestão dos administradores, esta aprovação acabaria por neutralizar a ação de responsabilidade³⁵⁵.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, neste esteio, considera necessária a propositura de uma ação de anulação da deliberação da assembleia para, só então, poder-se cogitar de ação de responsabilidade, porque a aprovação sem reservas renderia a total isenção de responsabilidade³⁵⁶. Tome-se como exemplos as decisões dos agravos

³⁵³ A regra se depreende da própria noção de legitimidade das partes processuais: se o dano é da companhia, é a companhia a legitimada por excelência para buscar-lhe a reparação. No direito inglês, alcunha-se dito preceito de *proper claimant principle*, derivado da chamada *rule in Foss v. Harbottle*, e que define, basicamente, que a companhia é a única legitimada para buscar a reparação de danos causados a si, impedindo a busca pelos acionistas (exceto em situações excepcionais), mesmo que se trate da maioria destes ou mesmo de sua totalidade (FRENCH, Derek *et alii*, **Op. cit.**, p. 561-562).

³⁵⁴ RICHARD, Efraín Hugo; MUÑO, Orlando Manuel. **Op. cit.**, p. 544.

³⁵⁵ MASCHERONI, Fernando H.; MUGUILLO, Roberto A. **Régimen jurídico del socio**, p. 124.

³⁵⁶ Art. 134. (...) § 3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286). Foi este, a propósito, o supedâneo legal para a extinção da ação de responsabilidade proposta pela Sadia em face de seu diretor financeiro, que será objeto de análise *infra*, quanto ao julgamento administrativo-sancionador via Comissão de Valores Mobiliários, consoante informação do Jornal Valor Econômico, disponível em <http://www.valor.com.br/arquivo/859707/sadia-tem-mais-uma-derrota-na-justica>, com acesso em 10/12/2012.

regimentais de números 950.104/DF, Relator Ministro Massami Uyeda, e 640.050/RS, relatado pelo Ministro Luis Felipe Salomão³⁵⁷.

3.2.7.2. Necessidade de deliberação da assembleia

A deliberação prévia pela assembleia nas duas modalidades desta, isto é, tanto na assembleia geral ordinária quanto na assembleia geral extraordinária, havendo, contudo, distinções procedimentais, nos termos do §1º.

Se ordinária a assembleia geral, esta tem competência para a decisão, independentemente do conteúdo da pauta, permitindo-se a qualquer acionista presente a suscitação do tema e a conseqüente deliberação posterior. Se extraordinária, há duas possibilidades: (i) a deliberação pode se dar se constar explicitamente na pauta, quando da convocação; ou (ii) se, dados os itens constantes da pauta, da discussão de um deles derivar debate atinente à responsabilidade do gestor³⁵⁸.

³⁵⁷ Do voto do primeiro extrai-se: “E quando nasce o direito da ação de responsabilidade movida contra o administrador que teve as suas contas aprovadas, sem reservas, pela assembleia geral da sociedade? Será possível propor essa ação antes da anulação do ato de aprovação, por achar-se eivado de erro, dolo simulação ou fraude? Creio que não, porque esse ato da assembleia geral não é um ato qualquer, tanto assim que a ataque o contém há de ser arquivada no Registro de Comércio e publicada art. 134, § 5º. É um ato jurídico, que não pode ser anulado pela própria assembleia geral, mesmo porque produz efeitos com relação a terceiros. Nessa linha de raciocínio, só após o trânsito em julgado da sentença que acolher a anulatória, pela ocorrência dos citados vícios, é possível, no prazo trienal, ajuizar a ação de responsabilidade pertinente”.

³⁵⁸ A criação de certos óbices à propositura de demandas de responsabilidade encontra ecos em outros sistemas, como o inglês, que conta com a chamada *rule in Foss v. Harbottle*, que trata da política das cortes britânicas de não acolher demandas concernentes a negócios da companhia conduzidas por um membro ou por membros desta. O ditame se pauta em algumas premissas básicas, apresentadas por FRENCH et alii: “(a) If a wrong is done to a company (a person separate from its members), only the company may sue for redress. (...) (b) The court will not interfere with the internal management of companies acting within their powers. This is called ‘internal management principle’. The internal management principle has a ‘proper claimant aspect’, which is that the court will not determine a question concerning what it regards as the internal management of a company except in proceedings brought by the company itself. (...) (c) A member cannot sue to rectify a mere informality or irregularity of the act when done regularly would be within the powers of the company and if the intention of the majority of members is clear” (**Op. cit.**, p. 557).

3.2.7.3. Do impedimento dos administradores

Caso se delibere no sentido de demandar em face do administrador ou administradores, estes tornar-se-ão automaticamente impedidos de prosseguir em seus cargos, devendo ser substituídos na própria assembleia, nos termos do §2º.

A substituição se dá porque, como recorda REQUIÃO, “tendo cometido ato prejudicial à sociedade, que comporte a séria medida judicial, decai ele da confiança da assembleia geral, não podendo prosseguir no cargo”³⁵⁹. A permanência do gestor no cargo representaria uma inadmissível incompatibilidade lógica: ou a assembleia deposita seu voto de confiança no administrador e, por conseguinte, não aprova a propositura da demanda, ou não confia, aprova e o destitui.

José Alexandre Tavares GUERREIRO, por sua vez, defende que o impedimento do administrador se dê mesmo que a demanda seja proposta em caráter *ut singuli* (vide infra), dadas a similitude entre as demandas (mesmas partes, mesma causa de pedir, com variação apenas da titularidade da iniciativa processual), o conflito de interesses que se instauraria, além da não existência de um princípio legal que permita a permanência no cargo simplesmente porque a maioria dos acionistas decidiu que a demanda não deveria ser proposta³⁶⁰.

O posicionamento, contudo, não merece acolhida, porque permissivo de abusos da parte dos acionistas minoritários, que teriam em suas mãos mecanismo capaz de tumultuar a gestão da companhia.

3.2.7.4. Da ação social *ut universi*

A ação de reparação é considerada ação social *ut universi* quando, dada a aprovação da assembleia geral, a própria companhia ingressa em juízo, em face de seus administradores, com o escopo de ver reparados os prejuízos por estes causados a si.

³⁵⁹ REQUIÃO, Rubens. **Op. cit.**, p. 233.

³⁶⁰ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Impedimento de Administrador em Ação Social “*Ut singuli*”. **Revista de Direito Mercantil**, p. 23.

Contudo, consoante previsão do §3º, em caso de ausência da propositura da demanda por parte da companhia durante o prazo de três meses que tem como termo *a quo* a data da deliberação pela assembleia geral, qualquer acionista poderá propô-la.

Configura-se, então, substituição processual, que “consiste em demandar a parte, em nome próprio, a tutela de um direito controvertido de outrem”³⁶¹. Ter-se-á direito material da companhia que é pleiteado por alguém que dele não é titular, valendo-se da exceção prevista no artigo 6º do Código de Processo Civil³⁶², compondo a norma do 159, §3º, a necessária autorização legal.

De se ter em vista que, malgrado o acionista vá a juízo, os efeitos da sentença alcançarão diretamente a companhia, revestindo-se a decisão de coisa julgada também em face desta, mesmo que ela não tenha atuado processualmente.

O acionista, porém, sobre também os efeitos indiretos da sentença, quanto à preclusão e à indenização dos dispêndios que teve por força da atuação como substituto processual.³⁶³ A indenização, porém, é limitada ao montante recuperado pela companhia, nos termos do §5º.

Cabe ter em vista, ainda, que o prazo trimestral para a propositura não é prazo decadencial para a companhia que, a menos que atingida a prescrição, segue tendo legitimidade ativa para demandar judicialmente nos termos autorizados pela assembleia. O que efetivamente se tem é que, transcorridos os três meses apontados no dispositivo legal, a legitimidade deixa de ser *exclusivamente* da companhia, que passa a ser legitimada de maneira *concorrente* com qualquer acionista. A iniciativa de um dos concorrentes priva o outro da legitimidade³⁶⁴.

³⁶¹ THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Curso de Direito Processual Civil**, p. 89.

³⁶² Art. 6º Ninguém poderá pleitear, em nome próprio, direito alheio, salvo quando autorizado por lei.

³⁶³ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 331.

³⁶⁴ Idem, p. 331.

3.2.7.5. Da ação social *ut singuli*

Se a assembleia geral, “criatura que é dos que detém o controle acionário da companhia”³⁶⁵, decidir negativamente quanto à proposta de ingresso em juízo com vistas a buscar a responsabilização civil dos administradores, o §4º da LSA dá aos acionistas que representem no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social³⁶⁶ a legitimidade ativa para fazê-lo, configurando a ação social *ut singuli*.

Cabe, ainda, a legitimidade da minoria, nos termos do dispositivo indigitado, caso a: (i) a assembleia se recuse a deliberar acerca da proposta; (ii) os administradores se recusem a fazer constar a deliberação da ordem do dia; ou (iii) a mesa deixar de o reconhecer e obstar a discussão e deliberação³⁶⁷.

Tanto quanto na ação social *ut universi*, o escopo é de ver composto o dano diretamente causado à companhia, não ao acionista, mas, nesse caso, a ação assume forma subsidiária³⁶⁸.

Processualmente, contudo, não se tem condição de *substituição processual*, mas de *representação excepcional* da companhia pela minoria, especificamente para a propositura da demanda judicial³⁶⁹.

Se nenhum dos acionistas interessados em demandar possuir, individualmente, os 5% (cinco por cento) de ações que se apresentam necessários, permite-se a formação de litisconsórcio.

Como a presença de ações no percentual apontado pela lei é *conditio sine qua non* para que a parte seja considerada legítima e a legitimidade da

³⁶⁵ MIRANDA JÚNIOR, Darcy Arruda. **Breves Comentários à Lei de Sociedades por Ações**, p. 225-226.

³⁶⁶ Idêntico percentual aparece no direito português, quando se tem em vista sociedades por ações em geral, mas em se tratando de sociedades com ações admitidas à negociação no mercado, o percentual cai para dois por cento, como aponta ABREU, J. M. Coutinho. **Op. cit.**, p. 886-ss.

³⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 335.

³⁶⁸ BERDAH, Jean-Pierre. **Fonctions et responsabilité des dirigeants de sociétés par actions**, p. 178.

³⁶⁹ No direito inglês que, como se apontou, segue o *proper claimant principle*, a possibilidade de propositura de uma demanda voltada à satisfação de prejuízo da companhia por pessoa diversa dela (a chamada *derivative claim*) aparece, nas palavras de FRENCH *et alii*: “(...) only IF the court is willing to ignore the company’s decision not to sue. The usual reason for asking a court to ignore a company’s decision not to sue is that it was taken by the very persons who should be sued” (**Op. cit.**, p. 563).

partes, por sua vez, é condição da ação, a desistência de acionistas titulares de ações suficientes para fazer com que se tenha número de ações inferior ao legalmente estabelecido torna inviável o prosseguimento do feito.

Ausente a legitimidade, CARVALHOSA aponta como consequência a suspensão do feito até que o percentual de 5% seja recomposto³⁷⁰. Esta, no entanto, não parece a solução compatível com o Código de Processo Civil, pois como afirmam Nelson NERY JÚNIOR e Rosa Maria de Andrade NERY, referindo-se às condições da ação, se “existentes quando da propositura da ação, mas faltante uma delas durante o processo, há carência superveniente ensejando a extinção do processo sem julgamento do mérito”³⁷¹, nos estritos termos do artigo 267, V.

Por fim, cabe mencionar que, do mesmo modo que a demanda proposta com fulcro no §2º, a do §3º também enseja deferimento dos resultados à companhia, mas a esta incumbe o dever de, dentro das forças destes resultados, arcar com todas as despesas com que o proponente tiver incorrido, aplicando-se juros e correção monetária aos valores, nos termos do §5º.

3.2.7.6. Da ação individual

Quando o prejuízo é da companhia, esta por si só ou outrem em seu nome, de acordo com as hipóteses legais de configuração da legitimidade processual, há de buscar a reparação.

No entanto, em algumas circunstâncias, o prejuízo pode se dar diretamente ao patrimônio do sócio. É o caso, *i.e.*, de *insider trading*, em qualquer diretamente prejudicado pode demandar diretamente o administrador compreendido como responsável, consoante dispõe o §7º.

O conteúdo do enunciado normativo, a propósito, é totalmente desnecessário, em vista do fato de que, por força do disposto no art. 5º, XXXV, da Constituição Federal, não se há de afastar do controle jurisdicional lesão ou ameaça de lesão a direito. Destarte, ainda que houvesse norma em sentido

³⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Op. cit.**, p. 336.

³⁷¹ NERY JÚNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código de Processo Civil Comentado**, p. 503.

contrário, vedando o ingresso do demandante em juízo com vistas a reparar o prejuízo a si causado, a demanda seria viável, por força constitucional³⁷².

É viável mesmo a convivência conjunta da demanda individual com a social, desde que se tenha, no plano fático, ato ilícito do administrador que enseje prejuízos tanto ao patrimônio da companhia quanto ao patrimônio de um investidor.

3.2.8. Peculiaridades da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras

Os administradores de instituições financeiras contam com regras peculiares em matéria de responsabilidade, presentes nos artigos 36 a 49 da Lei nº 6.024/74, regras estas aplicáveis também aos administradores de sociedades seguradoras de capitalização e às entidades de previdência privada aberta, por conta do disposto no artigo 3º da Lei nº 10.190/2001.

A distinção, contudo, não se dá no modo como se configura a responsabilidade, nem quanto à natureza ou extensão das obrigações. A responsabilidade dos administradores de instituições financeiras segue submissa ao regime geral de responsabilidade, que é de ordem subjetiva, como apontado *supra*. O que o arcabouço normativo traz de peculiar se refere à sua apuração e à efetivação³⁷³.

Assim, a legislação específica traz dispositivos específicos, tais como que: (i) os administradores das instituições financeiras submetidas a intervenção, a liquidação extrajudicial ou a falência, terão todos os seus bens indisponíveis, sem que possam, por qualquer forma, direta ou indireta, aliená-los ou onerá-los, até que se dê a apuração e a liquidação final de suas responsabilidades (art. 36, *caput*), não podendo os abrangidos por este

³⁷² No direito francês é considerada não escrita qualquer cláusula estatutária que vise a restringir o direito de propositura tanto da ação social quanto da individual, como apontam, *verbis*, RIPERT e ROBLOT: “Reprenant les dispositions d’un décret-loi du 31 août 1937, l’art. 246 de la loi de 1966, devenu l’art. L 225-253 COI, répute non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l’exercice de l’action sociale à l’avis préalable, ou à l’autorisation de l’assemblée générale, ou qui comporterait reononciation anticipée à l’exercice de cette action. L’interdiction s’applique également aux actions individuelles, qui ne sauraient dépendre des décisions des organes sociaux” (**Op. cit.**, p. 555).

³⁷³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 268.

enunciado normativo sequer isentar-se do foro sem expressa autorização (art. 37, *caput*); e (ii) responderão solidariamente pelas obrigações assumidas pela instituição financeira durante sua gestão, até que estas se cumpram³⁷⁴, limitada a solidariedade aos montantes e prejuízos causados (art. 40, *caput* e parágrafo único).

A jurisprudência, contudo, já se posicionou no sentido da objetividade da responsabilidade, como se depreende, *e.g.*, do REsp nº 21245/SP, relatado pelo Ministro Ruy Rosado do Aguiar³⁷⁵, em cujo voto consta que a responsabilidade, se calcada no artigo 40, é de ordem objetiva, fruto da simples ocupação do cargo de administradores, sendo subjetiva quando com fulcro no artigo 39³⁷⁶.

O posicionamento é fruto de uma interpretação isolada do conteúdo do artigo 40. Ao se considerar, porém, o sistema de responsabilidade dos dirigentes societários como gênero, do qual a responsabilidade dos dirigentes de instituições financeiras é espécie, verificar-se-á que é também neste caso subjetiva a responsabilidade, porque não há qualquer norma que a excepcione e a responsabilidade objetiva exige dispositivo legal, por ser regime excepcional³⁷⁷, sendo a regra a imputação de responsabilidade apenas na presença de culpa³⁷⁸.

³⁷⁴ Manoel Eugênio Marques MUNHOZ adverte que a expressão *prejuízos* se refere aos eventuais prejuízos causados perante terceiros, não se compreendendo, neste ponto, prejuízos causados à sociedade. Da responsabilidade do administrador de instituição financeira perante a sociedade não cuidaria a legislação especial, mas a comum (Considerações em torno da responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras. **Revista Trimestral de Direito Civil**, p. 79).

³⁷⁵ A decisão foi citada por STURZENEGGER, Luiz Carlos. Apontamentos sobre responsabilidade civil de controladores e administradores de instituições financeiras. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 204, e está assim ementada: LIQUIDAÇÃO. INSTITUIÇÃO FINANCEIRA. RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES. ARRESTO. AÇÃO DE RESPONSABILIDADE. PRESCRIÇÃO. DECADENCIA. LEGITIMIDADE ATIVA. (...) III - A RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES E DE DUPLA NATUREZA: PELO ARTIGO 39 DA LEI 6024/74, E SUBJETIVA; NOS TERMOS DO ARTIGO 40, PELAS OBRIGAÇÕES ASSUMIDAS DURANTE A SUA GESTÃO, E OBJETIVA, (ARTS. 36, 39, 40, 43, 45, 46, PAR. UNICO E 47 DA LEI 6024/74). RECURSO NÃO CONHECIDO. (REsp 21245/SP, Rel. Ministro RUY ROSADO DE AGUIAR, QUARTA TURMA, julgado em 04/10/1994, DJ 31/10/1994, p. 29500)

³⁷⁶ Art. 39. Os administradores e membros do Conselho Fiscal de instituições financeiras responderão, a qualquer tempo, salvo prescrição extintiva, pelos que tiverem praticado ou omissões em que houverem incorrido.

³⁷⁷ WALD, Arnoldo; WALD, Alexandre de Mendonça. A responsabilidade civil do banqueiro (evolução recente da jurisprudência). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 21-22. Malgrado tenha apontado que a intenção da modificação legislativa que ensejou a atual redação do dispositivo legal foi justamente no sentido de se estabelecer a objetividade,

O Superior Tribunal de Justiça, em sua jurisprudência mais recente, alberga a tese da subjetividade, como se depreende do REsp 447.939/SP, de relatoria da Ministra Nancy Andrighi, cujo julgamento se deu em abril de 2007, do voto se extraindo que “não é possível, no panorama atual, adotar a tese de que é objetiva a responsabilidade dos administradores de instituições financeiras”, sendo sua responsabilidade subjetiva “até que se altere o panorama legislativo”³⁷⁹. O entendimento foi sufragado em decisões posteriores, como as dos Recursos Especiais 1.036.398/RS e 819.217/RJ.

Todavia, a orientação do Tribunal admitiu inversão do ônus da prova, interpretação que também não parece encontrar subsídio legal, na medida em que, como se apontou *supra*, o regime geral de responsabilidade dos administradores é do tipo subjetiva clássica.

Maior rigor, porém, na apuração e efetivação da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras é medida que se impõe, dada a concatenação que estas têm entre si e os riscos de dados sistêmicos, como se verá *infra*, ao se tratar da crise econômica do *subprime*, fruto de decisões temerárias de administradores de instituições financeiras.

extraindo a expressão culpa ou dolo do antigo enunciado normativo, faz coro com a posição pró-subjetividade ao afirmar que não “há disposição expressa na lei sobre a aplicação da teoria da responsabilidade objetiva aos administradores de instituições financeiras”, sendo que a “regra excepcional deveria ter sido prevista de maneira expressa”.

³⁷⁸ Neste esteio, Waldirio BULGARELLI aduz: “No que tange à responsabilidade [objetiva] no âmbito das financeiras, não é tão fácil aceitar-se que essa responsabilidade tenha sido adotada pela legislação brasileira. O argumento de que tendo o legislador silenciado sobre a menção da culpa, quis por isso adotar a teoria objetiva, desprezando a subjetiva, no mínimo prova demais, pois utilizando-se uma técnica de interpretação atualizada, não de procurar a intenção do legislador, mas, a *mens legis* ou a *ratio legis*, decorrente da estrutura e da função da norma, vista em caráter sistemático, pode-se chegar a conclusão oposta, já que o sistema geral da responsabilidade do direito brasileiro se assenta na culpa sendo a responsabilidade objetiva adotada em caráter excepcional e ligada à socialização do risco, através do seguro obrigatório” (Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, p. 95).

³⁷⁹ STURZENEGGER, Luiz Carlos. **Op. cit.**, p. 204. A decisão aparece assim ementada: Direito civil e bancário. Liquidação extrajudicial de Consórcio, pelo Banco Central, com fundamento na Lei nº 6.024/74. Propositura de ação civil pública para a responsabilização dos administradores. Acolhimento, pelo Tribunal a quo, da tese de que seria objetiva sua responsabilidade, com fundamento no art. 40 da Lei nº 6.024/74. Reforma da decisão. - A regra do art. 39 da Lei nº 6.024/74 regula uma hipótese de responsabilidade contratual; a do art. 40 da mesma lei, uma hipótese de responsabilidade extracontratual. Ambas as normas, porém, estabelecem a responsabilidade subjetiva do administrador de instituições financeiras ou consórcio. **Para que se possa imputar responsabilidade objetiva, é necessário previsão expressa, que a Lei nº 6.024/74 não contém.** O art. 40 meramente complementa o art. 39, estabelecendo solidariedade que ele não contempla. (REsp 447939/SP, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 04/10/2007, DJ 25/10/2007, p. 166) (g.n.).

3.2.9. Do Judiciário, dos deveres e da responsabilidade dos administradores

Apresentar ao Judiciário demanda em face de um administrador acaba por expor o íntimo da vida societária da companhia ao público, tendo em vista especialmente a publicidade, regra geral nesta ordem de demandas cíveis.

Ademais, há que se ter em vista todos os riscos inerentes ao debate da questão na seara judiciária, com destaque para a mora processual, incompatível com a expectativa do mercado por respostas rápidas. Além disso, há que se ter em vista a inexperiência dos juízes em matérias negociais, que é corolário da própria construção da carreira da magistratura no Brasil, focada na generalidade nas fases iniciais e com rara especialização, exceto em segunda instância.

A atuação judicial, quando necessária, deve equilibrar a tensão entre o neoliberalismo e o papel garantidor do judiciário, evitando-se decisões ativistas, “bem como aquelas que não estejam atentas a sua repercussão econômica”³⁸⁰.

O quesito previsibilidade, aliás, enseja preocupação. Armando Castelar PINHEIRO, em estudo sobre os magistrados, o Judiciário e a economia no Brasil, verificou que a politização do Judiciário, no sentido do transpasse das visões políticas do magistrado ao conteúdo das normas, é fenômeno freqüente e uma das explicações razoáveis para as variações entre as decisões de casos semelhantes submetidos a juízes diversos³⁸¹.

Essa politização costuma resultar na atuação dos magistrados no sentido de favorecer determinados grupos sociais que possam ser considerados como as partes mais fracas na disputa judicial, atuando como promotores sociais. A pesquisa citada, a propósito, verificou que 73,1% dos magistrados consultados optaria por tomar decisões que violem os contratos em nome da busca da justiça social³⁸².

³⁸⁰ PEREIRA, Micheli. A previsibilidade das decisões judiciais como condição para o “desenvolvimento econômico”: tensão entre neoliberalismo e o papel garantidor do Judiciário, **Revista de Direito Empresarial**, p. 63.

³⁸¹ PINHEIRO, Armando Castelar. Magistrados, Judiciário e Economia no Brasil. **Direito & Economia**, p. 264.

³⁸² Idem, p. 265. Aduz, ainda, o autor: “A não-neutralidade do magistrado tem duas consequências negativas do ponto de vista da Economia. Primeiro, os contratos se tornam mais incertos, pois podem ou não ser respeitados pelos magistrados, dependendo da forma

Não que a busca da justiça social seja indesejável: o problema está no caminho que se adota e o da justiça do caso concreto certamente não é o mais eficiente. Em matéria de responsabilidade dos administradores, *e.g.*, a imprevisibilidade e, sobretudo, o receio de que se impute demasiada responsabilidade ao gestor pode ter efeitos deletérios, como a assunção de posturas demasiadamente conservadoras, a fuga de investimentos de risco razoável, com a perda de oportunidades relevantes de negócio e, potencialmente, prejuízos justamente, *i.e.*, dos minoritários que se poderia cogitar proteger.

Outrossim, a complexidade das situações econômico-contábeis inerentes ao mercado de capitais e comuns em demandas desta ordem, torna difícil o conhecimento delas por juízes sem formação especializada.

Vale pensar, portanto, na atuação da arbitragem enquanto mecanismo de solução de conflitos envolvendo litígios de natureza societária, incluindo-se aí aqueles atinentes à responsabilidade dos administradores de companhias, se de fato for o caso de lançar a questão ao Judiciário ou equivalente.

com que ele encare a não-neutralidade e a posição relativa das partes. Isso significa que as transações econômicas ficam mais arriscadas, já que não necessariamente 'vale o escrito', o que faz com que se introduzam prêmios de risco que reduzem salários e aumentam juros, aluguéis e preços em geral (...) Isso faz com que, nos casos em que essa não-neutralidade é clara e sistemática, esses segmentos menos privilegiados sejam particularmente penalizados com prêmios de risco (isto é, preços) mais altos, ou então apenas alijados do mercado, pois a outra parte sabe que o dito e assinado na hora do contrato dificilmente será respeitado pelo magistrado, que buscará redefinir *ex post* os termos da troca contratada. **Isso significa que são exatamente as partes que o magistrado busca favorecer que se tornam as mais prejudicadas por essa não-neutralidade**" (p. 270, g.n.).

4. CONSIDERAÇÕES CRÍTICAS SOBRE OS DEVERES E AS RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES SOCIETÁRIOS

Delineada a estrutura administrativa das sociedades anônimas e expostos, desde uma perspectiva dogmática, os deveres e a responsabilidade dos gestores societários, impende, neste ponto, uma análise voltada às limitações do sistema vigente, em especial frente ao quadro de crise econômica, apontando-se tópicos relevantes para se pensar a gestão das companhias, como o ferramental da análise econômica do direito, o cotejo entre os gestores privados e os gestores públicos, bem como a função social da propriedade, delineada como dever administrativo.

4.1. A crise do subprime

Aos 15 dias do mês de setembro de 2008, uma das maiores instituições financeiras do mundo, o *Lehman Brothers*, anunciou à imprensa³⁸³ que se valeria de procedimento da legislação falimentar estadunidense, *U.S. Bankruptcy Code*, mais especificamente de seu capítulo onze, que prevê um sistema de reorganização de empresas em dificuldades financeiras, o equivalente à recuperação de empresas prevista na Lei nº 11.101/2005 no direito brasileiro.

O pleito se deu por força de débitos que alcançavam 613 bilhões de dólares, divididos entre pelo menos cem mil credores, tudo impulsionado pela chamada crise do *sub prime*, contra um ativo de 639 bilhões, constituindo a maior quebra da história da economia estadunidense, em muito superior à anterior, da *WorldCom*, cujo ativo atingia 104 bilhões de dólares³⁸⁴.

³⁸³ Vide arquivo de anúncios à imprensa daquela corporação, disponível em: <http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_lbhi_chapter11_announce.pdf>

³⁸⁴ Informação disponível em artigo de época publicado pelo periódico *The Market Watch*. Disponível em <http://articles.marketwatch.com/2008-09-15/news/30748651_1_lehman-bonds-debt-lehman-brothers-holdings>. Acesso em 05/01/2012. O texto do pedido, sempre de acordo com a fonte apontada, trazia: "In the judgment of the Board, it is desirable and in the best interests of the Company, its creditors, employees, and other interested parties that a petition be filed by the Company seeking relief under the provisions of chapter 11 of [the bankruptcy code]".

A condição de exposição da economia estadunidense no período exige que se tome em conta o crescimento significativo do valor dos imóveis, que entre 1997 e 2006 enfrentaram elevação contínua, alcançado triplicação³⁸⁵. A ampliação no mercado se deveu essencialmente a dois fatores: o crescimento vigoroso do processo de securitização destes créditos³⁸⁶ e o ingresso de novos tomadores.

Estes novos tomadores renderam as chamadas hipotecas *subprime*, ou seja, hipotecas referentes “a empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com condição de inadimplência, ou seja, em geral, famílias de baixa renda ou minorias”³⁸⁷, os chamados *ninja*³⁸⁸, por conta de não disporem de renda, emprego ou patrimônio que se pudesse considerar compatível com as hipotecas, incluindo-se aí devedores inadimplentes em contratos de financiamento recentes ou mesmo residentes ilegais nos Estados Unidos da América³⁸⁹, em operações que se deram principalmente por meio do *Fannie Mae*, com o crédito fácil aumentando o número de imóveis em construção, bem como o valor dos próprios imóveis, tornando comum a prática da segunda hipoteca, que consistia em novo financiamento, que considerava a diferença entre o valor originário do imóvel e o valor do momento, superior³⁹⁰.

Como sintetiza Rafael CAGNIN,

O crescimento da participação de contratos não tradicionais e a maior possibilidade de ampliar a relação *loan-to-value* marcaram o desenvolvimento do sistema de financiamento residencial nos Estados Unidos após 2001, expandindo os riscos implícitos do endividamento hipotecário das famílias. Tanto as instituições credoras como os

³⁸⁵ BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, p. 134.

³⁸⁶ A securitização a partir de derivativos, cuja função é “proteger o contratante dos efeitos da variação de valor de um ativo financeiro, produto ou índice” e que tem como estrutura básica o *hedge*, operação em que “o contratante que deseja se preservar dos efeitos da variação de valor numa determinada obrigação assume obrigação (equivalente ou oposta) com outro contratante (especulador). Este instrumento de inovação financeira viabiliza a transferência do risco (associado à variação de certo preço) do *hedgeado* para o especulador” (COELHO, Fábio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 77-78).

³⁸⁷ Idem, p. 135.

³⁸⁸ *No income, no job, no assets*.

³⁸⁹ BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues. **Op. cit.**, p. 136.

³⁹⁰ MENDONÇA, Helder Ferreira de *et al.* Regulação e transparência: evidências a partir da crise do *subprime*. **Economia Aplicada**, p. 29.

tomadores esperavam, ao contratarem hipotecas com essas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinar as hipotecas em condições favoráveis. A disseminação dessas inovações nos segmentos *subprime* e Alt-A tornava a adimplência ainda mais dependente dessas hipóteses.³⁹¹

Como as hipóteses não se confirmaram, a inadimplência sucessiva acabou ensejando crise de liquidez no sistema e o valor dos imóveis acabou se mostrando inferior, no momento da execução das hipotecas, do que se estimava que fosse, efetivamente, no momento da concessão dos financiamentos, como se tem tipicamente em bolhas. Como o sistema de hipotecas no direito estadunidense prevê o mecanismo do *walk away*, por conta do qual o tomador de empréstimo, se não conseguir honrar com suas obrigações, pode liquidar o empréstimo entregando o imóvel. E o credor, ao vender o bem para conquistar liquidez, acabava por não recuperar o valor do débito, por conta da severa queda nos preços dos ativos³⁹².

Vale destacar, neste esteio, que a alienação fiduciária em garantia, prevista pela lei nº 9.514/1997, inovando o sistema de financiamento imobiliário brasileiro, traz previsão semelhante, na medida em que, procedidas duas tentativas de leilão do imóvel financiado sem que haja comprador ou sem que se tenha lance superior ao do valor do débito e seus acréscimos legais, a dívida será considerada extinta³⁹³.

Em 2007 já se tinha fortes sinais dos problemas de liquidez. Em março de 2008 houve significativo agravamento, que exigiu a ação do *Federal Reserve* para salvar o *Bear Stearns*, com vistas a evitar uma crise sistêmica,

³⁹¹ CAGNIN, Rafael Fagundes. The housing cycle and U.S. economic growth: 2002-2008. **Estudos Avançados**, p. 159-160.

³⁹² BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues. **Op. cit.**, p. 148.

³⁹³ Art. 27. Uma vez consolidada a propriedade em seu nome, o fiduciário, no prazo de trinta dias, contados da data do registro de que trata o § 7º do artigo anterior, promoverá público leilão para a alienação do imóvel. (...)

§ 4º Nos cinco dias que se seguirem à venda do imóvel no leilão, o credor entregará ao devedor a importância que sobejar, considerando-se nela compreendido o valor da indenização de benfeitorias, depois de deduzidos os valores da dívida e das despesas e encargos de que tratam os §§ 2º e 3º, fato esse que importará em recíproca quitação, não se aplicando o disposto na parte final do art. 516 do Código Civil.

§ 5º Se, no segundo leilão, o maior lance oferecido não for igual ou superior ao valor referido no § 2º, considerar-se-á extinta a dívida e exonerado o credor da obrigação de que trata o § 4º.

por conta da ampla exposição da instituição. Posteriormente, deu-se nova intervenção na *Fannie Mac* e *Freddie Mac*, por conta de se considerar que estas instituições eram cruciais para o funcionamento do mercado de hipotecas estadunidense³⁹⁴, além de se considerar que estas duas instituições contavam com garantias implícitas do governo dos EUA, reforçando a necessidade de intervenção³⁹⁵.

A política do *Fed*, contudo, mudou de rumos quando, em meados de setembro, como apontado *supra*, o *Lehmann Brothers* expôs condição econômica frágil. Diferentemente das situações prévias, no caso do *LB*, a postura foi de não intervir, a fim de dissipar a crença de que se salvaria todas as instituições insolventes, considerando-se também que o nível de exposição do banco era menor do que o das demais empresas socorridas³⁹⁶.

Negando-se a intervir, o *Federal Reserve* acabou por gerar um colapso nos mercados, tornando evidente a condição de crise e fazendo com que os investidores se dessem conta de que não seria socorridos a todo custo: era hora de acertar as contas e avaliar qual era a exata condição econômica internacional naquele momento.

4.1.1. Impacto da crise

Em 1929, o *crash* da bolsa, a *Black Tuesday* de 29 de outubro, levou pânico ao mercado acionário estadunidense, atingindo a economia real e causando prejuízos que alcançaram, em valores atualizados, 319 bilhões de dólares, com o mercado de ações só voltando aos patamares pré-crise em 1954³⁹⁷.

Todavia, em 2008, a relevância da riqueza financeira frente ao Produto Interno Bruto, a complexidade das operações financeiras e as interconexões

³⁹⁴ BORDO, Michael D. An Historical Perspective On The Crisis Of 2007-2008. **National Bureau Of Economic Research**, p. 3-4.

³⁹⁵ BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues. **Op. cit.**, p. 132.

³⁹⁶ BORDO, Michael D. **Op. cit.**, p. 4.

³⁹⁷ SUDDATH, Claire. The Crash of 1929, **Time Magazine**, disponível em www.time.com, com acesso em 12/12/2011.

entre os segmentos vários do mercado, em escala global, são hoje muito maiores do que foram no final da década de 1920³⁹⁸.

A nova era do capitalismo é global e conta com complexas interligações de mercados, em especial no segmento financeiro, cuja transparência é muito pequena e, por conseguinte, conta com limitada mensurabilidade dos riscos econômicos. Bancos alavancam uns aos outros sistematicamente e o processo de securitização sucessiva eleva os montantes à casa dos trilhões de dólares, muitas vezes mais do que o próprio PIB mundial.

Neste esteio, os impactos da crise de 2008 são severos, difíceis de traduzir em moeda e remetem exatamente à crise de 1929.

A nova crise pôs em debate a arquitetura do sistema financeiro, especialmente quanto ao seu potencial para a geração de riscos sistêmicos, bem como o papel dos mecanismos de supervisão e regulação. Pôs, ainda, em xeque a tendência à auto-regulamentação do mercado financeiro e de capitais³⁹⁹, justamente porque enseja descontrole, perda de consciência do volume e do risco total da soma das operações realizadas pelos agentes.

Ficou exposta a existência de uma teia de relações negociais, especialmente de mercado de balcão, em que há livre negociação de preço entre os agentes, mas não há qualquer transparência, posto não serem negociações públicas (como, *e.g.*, seriam se em bolsa de valores). Estas negociações sofisticadas, em amplo volume e comumente de baixa liquidez tornam difícil, se não impossível, a aferição de riscos sistêmicos enquanto a posição é mantida, só se expondo de fato no momento em que se tem a realização, a liquidação.

A formação desta teia se deveu a um contexto de liberdade ampla aos agentes financeiros (a vinculação entre crise e normas jurídicas que ensejaram dita liberdade será tratada *infra*). Confiou-se demasiadamente nos instrumentos de governança corporativa e gestão de riscos, crendo-se que estes,

³⁹⁸ MAZZUCHELLI, Frederico. A crise em perspectiva: 1929 e 2008. **Novos estudos – CEBRAP**, p. 58.

³⁹⁹ MENDONÇA, Helder Ferreira de. **Op. cit.**, p. 42

independentemente de uma atuação regulatória mais enfática, dariam conta da administração dos riscos e evitariam as falhas de mercado⁴⁰⁰.

O volume das operações se ampliou a partir da transferência de riscos entre os bancos e o que se chamou *shadow banking system*, empresas não regulamentadas que operavam na captação de recursos, sem, no entanto, serem submetidas a fiscalização nos mesmos moldes das instituições financeiras típicas. A securitização reiterada estava sob controle quando se dava no mercado a vista, já que apenas os riscos originais iam sendo trocados de mãos, mas sua união aos derivativos de crédito e, por consequência, seu lançamento ao mercado futuro, fez com que se entabulasse operações com montantes cada vez maiores, com pagamento de simples sinal, o que permitia “vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir”⁴⁰¹.

Como o número de trocas era bastante elevado e não se tinha qualquer controle sobre as operações, por conta de se formalizarem em contratos privados, sem qualquer obrigação de publicidade, passou a ser muito difícil, para as agências de controle do sistema, a verificação, em determinado momento, de quais papéis pertenciam a quais sociedades empresárias.

A situação delicada fez com que o tesouro estadunidense adotasse postura intervencionista atípica. Assim, no dia 16 de setembro de 2008, o *Federal Reserve* autorizou a concessão de empréstimo à *American International Group* (AIG), maior seguradora dos Estados Unidos da América e fortemente interligada com operações de risco, como a securitização de hipotecas, no montante de 85 bilhões de dólares, visando a proteger, nos termos da declaração oficial do *Fed*, os interesses do governo norte-americano e de seus contribuintes⁴⁰². A mudança de política, exatamente um dia depois de não intervir em relação ao Lehman Brothers, justificar-se-ia por conta da

⁴⁰⁰ CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. **A crise financeira e o global shadow banking system**, p. 48.

⁴⁰¹ Idem, p. 53.

⁴⁰² No texto do comunicado oficial do Fed constava: “The Federal Reserve Board on Tuesday, with the full support of the Treasury Department, authorized the Federal Reserve Bank of New York to lend up to \$85 billion to the American International Group (AIG) under section 13(3) of the Federal Reserve Act. The secured loan has terms and conditions designed to protect the interests of the U.S. government and taxpayers. The Board determined that, in current circumstances, a disorderly failure of AIG could add to already significant levels of financial market fragility and lead to substantially higher borrowing costs, reduced household wealth, and materially weaker economic performance”. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov>. Acesso em 10/12/2011.

maior exposição da A/G, que pela condição de seguradora poderia, em caso de quebra, render impacto sistêmico catastrófico.

Houve, ainda, fenômeno próximo da estatização de companhias, por conta da concessão de empréstimos, por parte do governo, que tinham como garantia as próprias ações das companhias beneficiadas, permitindo ao governo que participasse diretamente do controle, com vistas a sanar-lhes as finanças, garantindo sobrevivência a corporações outrora aparentemente inexpugnáveis. Isto sem falar nos pacotes de incentivos, que alcançaram a casa dos trilhões de dólares, com vistas a revitalizar a economia estadunidense⁴⁰³.

O processo de globalização econômica crescente distribuiu os efeitos da crise aos mais variados países, tanto por conta de os sistemas financeiros tenderem a uma interligação internacional, fenômeno relevante para o bom andamento do comércio internacional, tanto também por conta dos impactos que a condição de crise trouxe a determinadas variáveis econômicas, causando, *i.e.*, fuga de dólares dos países em desenvolvimento para mercados mais seguros, ocasionando a elevação do valor da moeda estadunidense, ensejando prejuízos a incontáveis sociedades empresárias (tratar-se-á, *infra*, do caso da Sadia e de sua exposição cambial).

Ademais, os próprios Estados nacionais se viram em situação de fragilidade frente ao alastramento internacional da crise, ante a percepção de que “todas as questões importantes no mundo contemporâneo extrapolam as fronteiras nacionais”^{404 405}, o que deu força a estruturas plurinacionais, como o G-20, especialmente por conta de as economias emergentes terem sido menos atingidas pelos eventos recentes do que as consolidadas⁴⁰⁶, mas é certo que

⁴⁰³ Os efeitos colocaram em primeiro plano a necessidade de regulação do mercado financeiro e bursátil, mas é preciso ter em vista, como aponta Ernane GALVÊAS, que isso “não significa recomendar uma intervenção sistemática do Estado no domínio econômico, mas, sim, assumir a responsabilidade de impor ao mercado limites e marcos regulatórios rígidos, com a finalidade preventiva de se evitar ‘bolhas’ especulativas e crises cíclicas” (A crise mundial e o mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 20).

⁴⁰⁴ SILVA, Carlos Eduardo Lins da. A crise e a nova configuração do poder nas relações internacionais, **Revista da USP**, p. 34.

⁴⁰⁵ Tenha-se em mente não apenas a questão econômica, mas também a questão ambiental, especialmente no que se refere à poluição da água e do ar, dentre outras, como a proliferação de armamentos de destruição e massa, todas exigentes de soluções multilaterais, sob pena de ineficácia.

⁴⁰⁶ *Idem*, p. 35.

ainda não há estrutura internacional eficaz e capaz de lidar com problemas multinacionais, como a crise de 2008 revelou ser.

Muito embora, portanto, seu impacto não tenha sido maior do que a de 1929⁴⁰⁷, uma vez que os governos têm atuado rapidamente, com o fito de reconstruir o circuito de crédito-gasto-renda, em moldes *keynesianos*⁴⁰⁸, suas dimensões surpreenderam o mundo e tornaram imperativo por em discussão o capitalismo global, suas variáveis regulatórias e, parece essencial, tendo em vista também a atuação das companhias a partir de seus centros de decisão (sobre a relação entre crise e responsabilidade dos administradores, vide *infra*).

4.1.2. Impacto econômico: exemplos brasileiros

Embora tenha atingido um sem-número de empresas, é relevante, para fins ilustrativos, o apontamento de caso concreto, referente à situação da Aracruz Celulose S/A (Aracruz), “uma das empresas mais impactadas pela crise”, nas palavras de Antonio DELFIM NETTO⁴⁰⁹.

A sociedade empresária vinha negociando a união de suas atividades com a do braço de celulose do Grupo Votorantim, a Votorantim Celulose e Papel S/A (VCP) com vistas à captura de sinergias e aumento de competitividade no mercado local e internacional. Para tanto, houve proposta da VCP de aquisição de 127.506.457 ações da Aracruz, pelo valor estimado de R\$ 2.710.000.000, proposta esta divulgada como fato relevante aos 05 dias do mês de agosto de 2008⁴¹⁰, semanas antes da quebra do *Lehmann Brothers*.

Na ocasião, o valor da companhia em bolsa atingia aproximadamente 11 bilhões de reais, com suas ações cotadas em bolsa, especificamente no fechamento do pregão do dia 06 de agosto de 2008, a R\$ 10,48.

Deflagrada a crise, houve a saída de capitais estrangeiros em larga da Bolsa de Valores, elevando-se significativamente o valor do dólar frente ao real e desembocando em catástrofe financeira para empresas que haviam investido em derivativos.

⁴⁰⁷ MAZZUCHELLI, Frederico. **Op. cit.**, p. 58.

⁴⁰⁸ Idem, p. 59.

⁴⁰⁹ DELFIM NETTO, Antonio. Impacto da crise mundial no direito empresarial: um caso concreto. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 180.

⁴¹⁰ Idem, p. 181.

A sociedade empresária, optando por conter o sangramento oriundo destas operações, eliminou sua exposição em 97%, realizando prejuízos da ordem de 2,13 bilhões de dólares⁴¹¹. As ações da companhia, no período, enfrentaram perdas superiores a 70%, com a cotação encerrando o ano em R\$ 2,49, sob claro impacto da crise internacional⁴¹².

Noutros termos, sociedade cuja destinação é a produção de papel e celulose acabou se expondo e realizando prejuízos superiores ao seu valor de mercado (considerando a redução do valor das ações) em operações especulativas envolvendo derivativos⁴¹³.

Situação semelhante alcançou a Sadia, que divulgou perda de caixa relacionada a derivativos financeiros da ordem de 777 milhões de reais, montante referente ao terceiro trimestre se de 2008, além de realização antecipada de operações semelhantes que redundaram em prejuízos de 544,5 milhões, montante proveniente de operações com derivativos cambiais e ainda de aplicações em títulos do Lehman Brothers, o que evidencia a concatenação global dos contratos financeiros e o conseqüente impacto sistêmico da crise.⁴¹⁴

Assim, empresa cujo objeto social é voltado, consoante seu estatuto, a, dentro outros, “exploração de atividades ligadas aos setores agrícola, industrial e comercial de produtos alimentícios em geral”⁴¹⁵, expôs-se a riscos que certamente suplantam o que se poderia considerar razoável para fins de *hedge*⁴¹⁶.

⁴¹¹ FARHI, Maryse. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes, **Estudos Avançados**, p. 177.

⁴¹² DELFIM NETO, Antonio. **Op. cit.**, p. 186.

⁴¹³ Sempre vale ressaltar, com Fábio Ulhoa COELHO, que: “o derivativo cambial em si é um importantíssimo instrumento financeiro de proteção dos exportadores e importadores. O problema não reside no contrato, mas em sua indevida utilização. Há quem dia que o empresário que se *hedgeou* além das necessidades de blindagem fez um investimento de *alto risco*. Outros dirão que Fez, na verdade, uma *aposta*” (Os derivativos e a desvalorização do Real em 2008. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 81).

⁴¹⁴ FARHI, Maryse and BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, p. 177.

⁴¹⁵ Estatuto social disponível em <ri.sadia.com.br>. Acesso em 22/12/2011.

⁴¹⁶ A questão foi apreciada no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 18/08, que redundou na condenação de alguns administradores e que será objeto de análise *infra*, no tópico referente à responsabilidade administrativa e a atuação da CVM.

4.1.3. Crise como efeito de normas jurídicas

É possível pensar a crise econômica deflagrada em meados de setembro de 2008 também a partir de determinadas modificações no arcabouço normativo estadunidense que acabaram por tornar o mercado mais propenso a riscos sistêmicos.

Em 2000, como aponta STOUT⁴¹⁷, foi promulgado o *Commodities Futures Modernization Act of 2000* (CFMA), que tinha em vista trazer certeza jurídica a determinados instrumentos financeiros, como os contratos referentes a derivativos financeiros. A medida tinha em vista a diminuição dos riscos sistêmicos a partir do aumento da segurança jurídica frente a mecanismos contratuais com potencial para a administração de riscos que, presumia-se, seriam utilizados principalmente para fins de *hedging* e não com intuito especulativo.

A modificação no sistema legal fez com que o mercado de derivativos, especificamente o de *over-the-counter derivatives* (OTC)⁴¹⁸, crescesse de aproximadamente 88 trilhões de dólares em 1999 para aproximadamente 670 trilhões de dólares em 2008⁴¹⁹.

A grandeza do montante expressa, de pronto, que a expectativa de que os derivativos serviriam primariamente à causa da diminuição de riscos (*hedging*) restou frustrada. O valor envolvido nas transações superava em diversas vezes o valor das operações que visava a assegurar, na economia real.

Para a compreensão da diferença entre os derivativos financeiros dedicados a *hedge* e aqueles voltados a propostas especulativas, vale tomar o exemplo das empresas exportadoras. Nestas, a distinção é claramente quantitativa: há *hedge* até o momento em que o montante assegurado por derivativos no mercado futuro se igualar ao volume de exportações previsto

⁴¹⁷ STOUT, Lynn H. Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis. **Harvard Business Law Review**, p. 21-22.

⁴¹⁸ *Over-the-counter derivatives* são contratos negociados diretamente entre as partes, muitas vezes em privado, o que dificulta sua mensuração e, por conseguinte, quando considerados em rede, dificulta a própria mensuração dos riscos sistêmicos presentes.

⁴¹⁹ Dados disponibilizados pelo *Bank for International Settlements* e disponíveis em: <<http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>>. Acesso em 10 de janeiro de 2012.

para o período, sendo especulativo o volume de recursos destinados a derivativos que extrapolar a previsão⁴²⁰.

Como alcançou a casa das centenas de trilhões de dólares, é inverossímil a suposição de que se trate apenas de securitização de risco. Ademais, é de se ter em vista que o aumento significativo só se deu depois da promulgação do CFMA, ou seja, depois que se pavimentou com segurança jurídica o caminho da ação especulativa e, por fim, tem-se que a maior parte das movimentações se deu por organizações normalmente voltadas à especulação, como bancos de investimento e determinados fundos⁴²¹.

Quiçá não se possa, lembra Lynn A. STOUT, em todo, atribuir ao CFMA a deflagração da crise. Mas não se pode negar sua ingerência, nem tampouco a capacidade de um movimento especulativo crescente com derivativos ser capaz de, por si só, servir-lhe de gatilho.

Ademais, ainda que se possa supor que a crise teria ocorrido independentemente da modificação legislativa produzida em 2000, isto é, apenas oito anos antes da condição de crise ficar exposta, é certo que a mudança *determinou* a escala que a crise atingiu, dando-lhe abrangência muito maior do que a que se atingiria frente a uma crise de mercado específico, como do petróleo. É muito mais simples, fácil e barato especular com derivativos do que, *e.g.*, com *commodities*⁴²².

A relação causal entre a crise e o direito vigente, aliás, parece se colocar de forma ainda mais clara ao se ter em vista que não se demorou a reagir normativamente, com a discussão e posterior promulgação do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act), com o escopo de minimizar as fraquezas estruturais que levaram o sistema à beira do colapso.

A reforma tem por escopo limitar o risco das finanças contemporâneas, em especial do *shadow banking system* (vide *supra*), focando na regulação dos derivativos, além de limitar o dano causado por eventuais quebras de grandes instituições financeiras, neste caso permitindo que os reguladores, ao terem indícios de que uma instituição financeira importante corre risco de quebra,

⁴²⁰ FARHI, Maryse. **Op. cit.**, p. 173.

⁴²¹ STOUT, Lynn A. **Op. cit.**, p. 24-25.

⁴²² Idem, p. 28.

possam peticionar nas cortes federais de Washington, D.C., dando início a um processo de tomada da gestão pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) para fins de liquidação, como ocorre com os bancos comerciais⁴²³.

4.1.4. Crise e responsabilidade dos administradores

Malgrado se possa debater a motivação da crise a partir de múltiplas óticas, incluindo as questões de regulação de mercado expostas *supra*, por conta da promulgação, em 2000, do CFMA, certo é que, em última análise, a assunção de riscos e a determinação das políticas de geração de resultado, em especial de curto prazo, foi fruto de decisões administrativas tomadas por gestores componentes dos conselhos de administração e das diretorias das grandes companhias envolvidas, sobremaneira, mas não apenas (vide, por exemplo, o caso da Aracruz Celulose, no Brasil, *supra*), aquelas do setor financeiro.

Sob este viés, por conseguinte, a crise econômica mundial se relaciona diretamente com a questão dos deveres e da responsabilidade dos dirigentes societários.

A situação dos dirigentes, a propósito, foi posta em primeiro plano na medida em que se expôs os bônus multimilionários que estes planejavam receber, mesmo com as empresas enfrentando condições de crise extrema.

Ademais, é de se ter em vista que a pulverização do capital eleva a separação entre propriedade e controle e, por conseguinte, coloca os rumos da companhia nas mãos dos seus administradores, bastando aos acionistas a resposta financeira imediata, isto é, a presença de dividendos ao final do exercício, sem preocupação com um maior conhecimento da política econômica da empresa ou, pela pequena participação societária, sem mesmo ter condições de acesso a determinadas informações (vide, *supra*, os quóruns

⁴²³ SKEEL, David A. The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences. **University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research**, nº 10-21. Disponível em : <<http://ssrn.com/abstract=1690979>>. Acesso em 10/12/2011.

mínimos para acesso a determinadas informações das companhias, no direito brasileiro).

Por outro lado, a premiação dos gestores a partir dos seus resultados de exercício, sem consideração de variáveis de médio e longo prazo, faz com que estes tendam a direcionar a corporação aos lucros de curto prazo, a metas que desconsideram a sustentabilidade e garantem, unicamente, um retorno financeiro ao final do exercício. Os exercícios seguintes são problemas para os anos seguintes.

A situação de crise expôs a fragilidade de determinadas decisões administrativas que, contudo, pouco antes eram vistas como adequadas, fruto de uma política arrojada de investimento. Empresas desviavam-se da essência de seus objetos sociais, como os casos brasileiros mencionados *supra*, lançando-se à especulação financeira que, enquanto trouxe bons resultados, foi reiteradamente submetida e aprovada pelos conselheiros e diretores que as analisaram (vide, *infra*, resumo do processo administrativo disciplinar junto à CVM envolvendo os dirigentes da Sadia por conta dos prejuízos ocasionados por sua exposição à crise).

No entanto, é de se questionar se a responsabilização mais ferrenha dos gestores é o caminho que proporciona melhores respostas. Soluções jurídicas precisam ser pensadas sem revanchismo por conta do descalabro recente, fruto de decisões administrativas que se revelaram desastrosas. Impende que se adote postura moderada, considerando que responsabilizar civilmente os administradores é solução limitada, que pode alcançar resultados indesejados em matéria de desenvolvimento econômico e social.

4.2. Limitações da Responsabilidade civil

Um momento de crise econômica permite visualizar, ainda, as limitações da responsabilidade civil dos administradores, quando se tem em foco sua capacidade de coibir condutas indesejáveis.

A responsabilidade civil limita-se ao patrimônio do responsabilizado, situação que, se constante nos ordenamentos jurídicos civilizados hodiernos, representa conquista histórica, positivada no artigo 5º, inciso LXVII, da Constituição da República Federativa do Brasil, resguardando-se a hipótese

apenas ao caso de inadimplemento voluntário e inescusável de pensão alimentícia⁴²⁴.

Outrora, contudo, a pessoa do devedor, não apenas seus bens, acabava responsabilizada pelos débitos. Admitia-se, *e.g.*, prisão civil e escravização por dívida no direito hebreu, egípcio e babilônico. Situação análoga se punha frente ao direito grego, que apenas superou a possibilidade de escravização com as Leis de Sólon, legislador que viveu entre 639 e 559 a.C.⁴²⁵.

No direito romano, o rigor era ainda maior, prevendo a Lei das Doze Tábuas o direito do credor de tomar o devedor como escravo, além de uma hipótese cruel de concurso de credores que permitida, se o devedor não fosse vendido como escravo após três dias de feira comum, a divisão do seu corpo em tantos quantos fossem os credores⁴²⁶.

Embora alguns episódios históricos tenham apresentado conquistas no sentido de se amenizar os rigores dos sistemas antigos (no caso romano, a *Lex Poetelia Papiria*, de 326 a.C., passou a prever que a responsabilidade seria patrimonial, sem perda de liberdade, exigindo-se, no máximo, que o devedor trabalhasse para o credor até pagar a dívida), a convicção de que só se responde por débitos com bens só formou em definitivo com as conquistas humanitárias, a partir do Iluminismo, no século XVIII.

Neste esteio, a responsabilidade civil não oferece restrições à liberdade do devedor, nem tampouco qualquer outra sorte de limitação a seus direitos, objeto típico da responsabilidade considerada em outras esferas, como a penal e a administrativa.

Ao se ter configurada a responsabilidade de um gestor societário, portanto, buscar-se-á em seu patrimônio quantidade suficiente de bens para a promoção da devida reparação dos prejuízos causados à própria companhia, aos acionistas ou à comunidade atingida.

No entanto, a escala dos prejuízos ocasionados por decisões administrativas costuma assumir montantes vultosos, sendo difícil supor que

⁴²⁴ O Supremo Tribunal Federal considerou inconstitucional a prisão civil do depositário infiel, por conta da adesão do Brasil ao Pacto de San José da Costa Rica, de 1969, que limita a prisão apenas à hipótese de inadimplemento de obrigação alimentícia.

⁴²⁵ GARCIA, Ariovaldo Stropa *et ali*. A história da prisão civil por dívida. **Rev. UNOPAR**, p. 50-52.

⁴²⁶ *Idem*, p. 55.

algum dirigente societário tenha patrimônio bastante para dar conta da responsabilização ou, ainda que o tenha, dadas as diversas alternativas de proteção patrimonial disponíveis, que este exponha quantidade suficiente de seu patrimônio a ponto de ali se encontrar bens bastantes para a satisfação dos débitos.

Tome-se o exemplo apontado *supra* da Aracruz e da realização de prejuízos da ordem de 2,13 bilhões de dólares com operações vinculadas a derivativos. Ora, mesmo que se apontasse responsáveis os gestores, por força, diga-se, de violação do dever de diligência, tendo em vista a presença de *red flags* quanto à formação da bolha imobiliária estadunidense e suas potenciais conseqüências para a economia internacional, é surreal supor que o diretor financeiro e os conselheiros hipoteticamente responsáveis teriam condições de suportar patrimonialmente uma demanda de responsabilidade.

Ainda de se ter em mente que uma responsabilidade civil mais rigorosa induzirá gestores a só assumir posição em empresas a partir da construção de intrincadas redes de proteção do patrimônio pessoal, valendo-se dos mecanismos disponíveis de blindagem, de modo a evitar perdas patrimoniais severas em caso de condenação a reparar danos ou compensar lucros cessantes.

Neste esteio, a responsabilidade civil, que pelos valores envolvidos torna ingênuo supor que o gestor tenha o suporte patrimonial necessário à composição dos prejuízos, não é capaz de evitar a assunção de riscos desnecessários, vez que o risco é da empresa, em caso de insucesso, enquanto que o sucesso no curto prazo pode trazer ao dirigente bônus elevados, como se teve e muito discutiu, em face da crise do *subprime*, conforme apontado *supra*⁴²⁷.

Se a operação alcançar sucesso formidável, o dirigente ganha bônus formidáveis. Se o fracasso for igualmente robusto, a blindagem patrimonial pode permitir uma esquiva completa ou quase completa.

⁴²⁷ Merece consideração, ainda, o ceticismo expresso por Waldemar FERREIRA quando à eficácia das demandas de responsabilidade, ainda sob a égide da lei antiga: “Os administradores constituem recintos sagrados e intransponíveis (...) [e] a demanda, com as despesas e os azares que lhe são próprios, desanima os acionistas, que preferem abandonar o terreno, transferindo seus títulos. A luta contra as diretorias desonestas é inglória” (**Tratado de Direito Comercial**, p. 60).

O impacto do aumento do rigor também pode atingir os seguros de responsabilidade civil, pondo em cheque sua própria viabilidade e diminuindo ainda mais as chances de se alcançar reparação satisfatória dos danos ocasionados por ação ou omissão de dirigentes societários, uma vez que responsabilidade mais rigorosa significaria acréscimo de risco, encarecendo a cobertura securitária.

Ainda, o rigor na responsabilidade, como lembra Orlando GOMES, deve ser moderado, a fim de não desencorajar, por excessivo, o exercício da função de administrador de sociedades anônimas pelos qualificados⁴²⁸.

E o rigor na aferição do cumprimento dos deveres administrativos, quando efetivamente coloca em risco o patrimônio do administrador a ponto de influir nas suas decisões, precisa também considerar a que ponto não traz efeitos econômicos indesejáveis, já que a assunção mesma de riscos é da essência da atividade empresarial, ao menos numa economia não planificada, e coibir a sua assunção seria refrear a própria capacidade da iniciativa privada de proporcionar desenvolvimento sócio-econômico.

Destarte, a responsabilidade civil não pode ser pensada em termos puramente jurídicos, exigindo-se uma leitura econômica (vide *infra*), bem como não pode atuar sozinha, quando se tem em vista a norma de responsabilidade como mecanismo para coibir condutas potenciais causadoras de danos sócio-econômicos em larga escala, como aqueles ensejados pela crise do *subprime*.

4.3. Deveres, responsabilidade e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Para além da responsabilidade civil e da própria hipótese de responsabilidade penal, os administradores também se submetem a uma terceira esfera de responsabilidade, correspondente à responsabilidade administrativa, baseada sobremaneira na atuação da Comissão de Valores Mobiliários, cuja estrutura e participação no sistema serão brevemente apresentadas *infra*.

⁴²⁸ GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, p. 16.

A responsabilidade administrativa em muito se assemelha à responsabilidade civil, mas impende que se tenha em vista que nela sequer cabe discutir eventual natureza objetiva⁴²⁹. A responsabilidade é necessariamente calcada na culpa, porque tem natureza disciplinar e, por conseguinte, aproxima-se da pena, aplicando-se-lhe as restrições que a esta se aplicam.

Descabe mesmo a possibilidade de se cogitar de presunção de culpa, porque afrontaria a presunção constitucionalmente estabelecida de inocência⁴³⁰. Assim, se há quem cogite, como se apontou *supra*, inversão de *onus probandi* quando se tem em vista responsabilidade civil, a cogitação deve ser afastada quando a responsabilidade em foco é a administrativa.

4.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi constituída nos moldes da *Security and Exchange Commission* (SEC) estadunidense, esta criada em 1934, com aquela economia ainda sob os influxos da crise de 1929. Sua constituição se deu por força da Lei nº 6.385/1976, que além de instituí-la trouxe disposições gerais sobre o mercado de valores mobiliários, com vistas a regular o mercado e superar a fuga dos investidores devido ao colapso da Bolsa, em 1971, dada a precária disponibilidade de informações, com nível elevado de assimetria, além da carência de mecanismos eficazes de fiscalização e proteção aos investidores minoritários⁴³¹.

Compará-la, no entanto, com a SEC exige que se tenha em mente as distinções sistêmicas entre o modelo jurídico brasileiro e o dos Estados Unidos da América, no qual as chamadas *independent regulatory commissions*, caso da SEC, têm competência legislativa delegada e não encontram vinculação hierárquica com o Poder Executivo, o que faz delas, na visão de Fábio Ulhoa

⁴²⁹ EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa dos diretores de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil**, p. 59.

⁴³⁰ Constituição Federal, Art. 5º (...) LVII - ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória”.

⁴³¹ SARNO, Paula Marina. A criação da CVM e a regulação sobre as companhias abertas, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 221.

COELHO⁴³², figuras constitucionalmente incompatíveis com a ordem constitucional instituída em 1988.

A Comissão é órgão deliberativo colegiado, constituído como entidade autárquica em regime especial, com vinculação ao Ministério da Fazenda, personalidade jurídica e, portanto, patrimônio próprio, com autoridade administrativa independente, autonomia financeira e orçamentária. Não encontra subordinação hierárquica em suas competência, seus dirigentes têm mandato fixo e estabilidade⁴³³, só podendo haver perda de mandato em razão de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de condenação em processo administrativo disciplinar, cuja instituição é de competência do Ministro da Fazenda e que será conduzido por comissão especialmente constituída para tal fim, cabendo o julgamento e eventuais medidas preventivas, como suspensão, ao Presidente da República Federativa do Brasil.

Compõe-se de um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, após aprovação pelo Senado Federal, exigindo-se dos nomeados reputação e reconhecida competência em relação ao mercado de capitais. O mandato é de cinco anos, sendo vedada a recondução e devendo haver nomeação anual de um dos componentes do Colegiado.

A competência da autarquia se projeta em três bases: regulamentar, autorizadora e fiscalizadora⁴³⁴.

Valendo-se de sua competência regulamentar, ela organiza o mercado de capitais, editando Instruções Normativas sobre temas variados como a

⁴³² COELHO, Fábio Ulhoa. **Op. cit.**, p. 72.

⁴³³ Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

⁴³⁴ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

possibilidade de negociação de valores mobiliários no mercado, a normatização de clubes de investimentos e o próprio mercado de balcão organizado, além de definir as práticas irregulares dos administradores de companhias abertas, competência específica de maior relevância para o presente estudo.

Com o fito de coibir más práticas de mercado, a Comissão editou, *e.g.*, a Instrução Normativa nº 8/1979, que proibiu aos administradores “a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas”⁴³⁵.

Por conta de sua competência autorizadora, por sua vez, dá legitimidade à constituição de sociedades anônimas abertas, permite a negociação de valores mobiliários no mercado e autoriza a atuação de agentes credenciados envolvidos no mercado de capitais, como os corretores e os auditores independentes.

E, por fim, como fiscalizadora cabe-lhe acompanhar, direta e permanentemente, as companhias abertas e os atuantes no mercado de capitais, verificando a regularidade de sua atuação, podendo requisitar a escrituração contábil, livros e documentos de todo e qualquer participante do mercado, sempre com vistas a ver atendida sua função basilar, que é a de regular o mercado com vistas a proteger os investidores e, por conseguinte, atrair investimentos.

⁴³⁵ Vide Instrução Normativa nº 8/1979, disponível em www.cvm.gov.br. O texto da instrução normativa traz também a definição das práticas vedadas, sendo, *in verbis*: “a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda; c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; e d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

As investigações pautadas em sua competência fiscalizadora são iniciadas, na maioria das vezes, por iniciativa da própria Comissão⁴³⁶, tendo como principal objeto de investigação as irregularidades vinculadas ao dever de informar⁴³⁷.

Em relação a seu poder sancionador, a lei prevê expressamente que, apurada conduta ilegal de administrador (art. 9º, V), a Comissão pode aplicar-lhe sanções, sem prejuízo das responsabilidades penal e civil (VI), o que atesta a independência das sanções aplicadas pela CVM, que têm elenco no artigo 11 daquele diploma legal.

As sanções legalmente previstas são de: (i) advertência; (ii) multa; (iii) suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (iv) inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta; (v) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades envolvendo o mercado de valores mobiliários; (vi) cassação de autorização ou registro, para o exercício de atividades envolvendo o mercado de valores mobiliários; e (vii) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (viii) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

As penalidades podem ser aplicadas aos violadores de quaisquer normas da lei de sociedades por ações, dos diplomas normativos da CVM ou de quaisquer outras normas cuja fiscalização do cumprimento caiba à autarquia e, no tocante ao tema da responsabilidade dos administradores, sobrelevam as normas previsoras de seus deveres.

⁴³⁶ ROSSI, Maria Cecília *et alii*. Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 92-93.

⁴³⁷ Idem, p. 98-99. A prevalência se deve, na opinião dos autores, porque as obrigações derivadas do dever de informar são periódicas e as irregularidades são mais facilmente verificáveis (Idem, p. 98).

Assim, frente à violação dos deveres dos administradores, a CVM pode aplicar as sanções de advertência, multa, suspensão para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou mesmo inabilitação para o cargo, tudo nos certos apontados *supra*.

A punição, portanto, é da maior relevância, na medida em que a responsabilidade civil pura e simples, que por definição tem caráter reparatório e não sancionatório, não tem o condão de impedir que o gestor que comete ilícito volte a administrar companhia. Punido administrativamente, porém, pelo menos em relação às companhias abertas, justamente aquelas cujo porte demanda maior fiscalização, o administrador condenado ficará efetivamente afastado.

Esta atuação sancionadora conta com *cases* diversos, alguns remetendo diretamente à solução de ilícitos administrativos cometidos durante a crise do *subprime*, merecendo alguns deles análise específica *infra*.

4.3.2. Atuação da CVM no caso Sadia

Como apontado *supra*, a Sadia foi uma das sociedades empresárias mais prejudicadas, em território brasileiro, por conta da exposição a derivativos, quando da eclosão da crise internacional de 2008.

A conduta dos diretores responsáveis, especialmente do Diretor Financeiro, mas também dos membros do Conselho de Administração, foi objeto do Processo Administrativo Sancionador de nº 8 de 2008, em que se aferiu o cumprimento do dever previsto no *caput* do artigo 153 da LSA, isto é, o dever de diligência.

Para a acusação, conselheiros e o diretor indigitado teriam violado o dever de diligência no seu aspecto de dever de manterem-se informados quanto à política financeira da companhia, que teria sido violada quando da superexposição da empresa a riscos cambiais.

Quanto às defesas apresentadas, os conselheiros da administração alegaram que agiram com a diligência que o homem ativo e probo aplica à condução de seus negócios, ou seja, agido de forma diligente, nos termos do que dispõe a LSA sobre o dever de diligência, respeitados todos os seus âmbitos, por conta de atitudes tais como, *e.g.*: (i) a participação assídua dos

acusados nas reuniões do conselho, que seriam realizadas mensalmente, em uma periodicidade menor do que a prevista no Estatuto, que exigia a realização de reuniões trimestrais; (ii) a promoção, pelo conselho, de investigações adicionais quando entendeu necessária a tomada de determinadas decisões, apontando que em ao menos três situações deixou de aprovar imediatamente as matérias a si submetidas, o que denotaria que os conselheiros efetivamente buscavam tomar decisões informadas; (iii) que todos os acusados eram profissionais de elevada qualificação e com aptidão ao desempenho da função de conselheiro administrativo.

Para os conselheiros da administração, o diretor financeiro, por não ter adotado “os parâmetros, limites e controles adequados para as operações financeiras da Companhia”, seria o único a quem se poderia imputar os prejuízos causados.

Este, por sua vez, apresentou defesa arguindo, dentre outros pontos, que: (i) a importância da atuação nos mercados financeiros da Sadia seria fato notório que estaria evidenciado em suas demonstrações financeiras, nas quais se pode verificar, por exemplo, que o ganho financeiro representou aproximadamente 47% dos resultados da empresa nos seis anos que antecederam a crise; (ii) que, até a eclosão da crise internacional, a sociedade teve ganhos sistemáticos, crescentes e relevantes por conta das operações de *hedge* que realizou com vistas à proteção dos negócios da companhia, o que se teria dado sempre em respeito à Política Financeira da companhia, e que tudo seria mantido da mesma forma, não fosse a crise; (iii) que a alta do dólar, com início em setembro de 2008, atingiu proporções surpreendentes desde o momento em que se anunciou ao mercado a quebra do Lehman Brothers, acarretando imediato desenquadramento das operações de *hedge* em relação aos limites da Política Financeira aprovados pelo Conselho de Administração, o que exigiu a adoção de medidas urgentes para reduzir os prejuízos e administrar o fluxo de caixa da companhia; e (iv) que, tendo tomado conhecimento das perdas, adotou imediatamente as medidas necessárias para a reversão da situação, exatamente como prescrito pela Política Financeira, efetuando-se operações necessárias ao reenquadramento dos negócios e à redução das perdas.

Ademais, arguiu que não lhe poderia ser imputada violação do dever de diligência por conta de não lhe caber o efetivo controle de alçada dos investimentos, competência não atribuível a sua diretoria.

Malgrado terem conselheiros e diretor financeiro apresentado argumentação relevante, o colegiado entendeu que haveria responsabilidade, nos termos do voto do relator.

Em suas considerações preliminares, asseverou que o dever de diligência é sempre visto como amplo, aberto, que exige avaliação frente ao caso concreto e suas especificidades. Assim, não cabe tratar de um comportamento *genérico* que se possa considerar diligente, mas de uma postura do dirigente frente às atividades em que a sociedade está efetivamente envolvida.

Quanto à responsabilidade dos conselheiros, a aplicação da *business judgment rule* foi afastada, por conta de não estar em discussão a decisão da Sadia de realizar complexas operações com derivativos, nem tampouco os prejuízos destas operações derivados, mas sim a diligência dos administradores no sentido de adotar e monitorar sistemas de controle de cumprimento das políticas internas implantadas pela companhia.

Fosse aplicada, a *business judgment rule* redundaria em exclusão da responsabilidade dos administradores, como visto *supra*, independentemente de ter ou não causado prejuízos.

A instituição e monitoramento dos sistemas de controle, na visão da relatoria, constituem deveres do conselho de administração. Acompanhar as operações com instrumentos financeiros que podem afetar significativamente os resultados da companhia é expressão do *dever de vigiar*, uma das faces do dever de diligência.

Relevante, ademais, que como apontado *supra*, o dever de diligência do administrador de uma companhia aberta não pode ser tomado pelo paradigma do *pater familiae*, mas sim do administrador profissional competente. E este administrador pode assumir riscos, mas, ao fazê-lo, deve estar atento às regras estabelecidas, no caso a política financeira da companhia.

Concluiu, portanto, pela responsabilidade dos conselheiros, por conta do descumprimento do dever de diligência, por terem sido negligentes, deixando

de atender aos deveres de se informar e monitorar os controles internos da companhia, bem como as atividades desenvolvidas pela diretoria financeira.

No tocante à responsabilidade do diretor financeiro, asseverou não restarem dúvidas de que a diretoria realizou operações que em muito superaram os limites estabelecidos pela política da companhia. Assim, como administrador responsável, o diretor financeiro não pode se esquivar da responsabilidade, não havendo justificativa razoável para a extrapolação do limite de 20% do patrimônio líquido da empresa para as operações que administrava.

Noutros termos: se diligente, o diretor financeiro teria respeitado a política financeira.

Com fulcro nos argumentos apontados, os conselheiros foram condenados a multas que variaram entre 200 e 400 mil reais, de acordo com as suas competências (pagaram mais os integrantes dos comitês financeiro e de auditoria, o que elevaria a exigência de conduta diligente). Quanto ao diretor financeiro da Sadia, teve aplicada pena de inabilitação temporária de três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76.

O processo administrativo sancionatório, seus fundamentos e efeitos práticos trazem à tona algumas questões relevantes sobre os deveres e a responsabilidade dos gestores societários. Muito embora a fundamentação do voto pareça deixar claro que houve, da parte dos administradores, desrespeito à política financeira da empresa, que estes certamente conheciam, parece certo que tanto administradores quanto acionistas tinham exato conhecimento da exposição da empresa aos riscos e, enquanto sobredita exposição proporcionou resultados positivos ao final de diversos exercícios financeiros⁴³⁸ e, por conta destes resultados, provavelmente não foi questionada.

Embora o dano seja pressuposto da responsabilidade e, portanto, só na presença deste é que se poderia falar em responsabilizar civilmente os administradores, a responsabilidade administrativa, com imposição de multa e

⁴³⁸ Como apontou em sua defesa o diretor financeiro, a participação do lucro financeiro no lucro total da companhia foi bastante significativa nos seis anos anteriores à eclosão da crise, perfazendo 47% dos resultados econômicos da empresa.

mesmo pena de inabilitação, como se deu, não dependia da ocorrência de dano e poderia ter sido feita de maneira preventiva, quando da verificação de exposição ilícita, por violar a política financeira da sociedade empresária.

Não ocorreu, contudo. E, tivesse ocorrido, teria provavelmente sido bastante questionada, especialmente porque se tinha lucratividade ímpar com as operações que deveriam servir de *hedge*, mas que alcançaram montante que evidencia a natureza especulativa das operações.

O resultado de curto prazo, porém, não pode servir de baliza à aferição do cumprimento dos deveres e à conseqüente responsabilização dos gestores. Uma exposição a riscos severos, extrapolando a política financeira da empresa⁴³⁹ poderia e deveria ser coibida antes. Não foi por conta dos resultados que produzia. Mas analisar os resultados é olvidar que o dever de diligência não é um dever de resultado. É um dever de meio. É um dever de zelo, de empenho, de vigilância.

Deve-se enriquecer o debate sobre a aferição do cumprimento dos deveres e a configuração da responsabilidade, neste esteio, com elementos econômicos e, sobremaneira, com a percepção de que a empresa deve ser pensada não apenas como resultado econômico imediato, mas considerando um prospecto da gestão no tempo, um escopo de sustentabilidade sócio-econômica, tema que será objeto de tópico próprio, *infra*.

4.4. Responsabilidade do gestor societário e responsabilidade do administrador público

É comum a comparação estrutural de uma sociedade anônima com os entes estatais, por força de seus órgãos constitutivos, que são assemelhados aos poderes estatais. Há, assim, um poder executivo que se alinha aos órgãos administrativos, como um poder legislativo, semelhante à assembleia geral.

No tocante aos entes públicos, há uma Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000), uma Lei de Improbidade Administrativa (Lei nº 8.429, de 02 de junho de 1992). Há legislativos federal,

⁴³⁹ Cujá definição, em princípio e nos termos do voto do relator, estaria resguardada pela *business judgment rule* e, por conseqüência, não poderia ser objeto de reanálise posterior, seja judiciária, seja administrativa.

estadual e municipal. Há um Tribunal de Contas da União e há Tribunais de Contas Estaduais, como há controladorias. Tudo visando a controlar os atos dos administradores no setor público.

Ainda que as esferas pública e privada não se confundam e não devam ser confundidas, sob pena de se cair na tentação da planificação econômica, que a história provou ineficiente e atentatória à liberdade individual, é de se ter claros alguns aspectos da intervenção, da fiscalização da conduta do gestor público para compreender se cabe ou não cabe intervir na conduta do gestor privado, cujas decisões, não raramente, têm impacto sócio-econômico muito mais significativo.

Decisões estratégicas de grandes companhias têm potencial para causar impactos muito mais significativos a comunidades inteiras do que as decisões políticas, por exemplo, de municípios de pequeno e médio porte. Cortes de postos de trabalho de uma única companhia têm o potencial de transformar a estrutura social de localidades inteiras. São marcantes os casos de empresas que constituem a espinha-dorsal econômica de comunidades, como o caso clássico da Ford e da cidade de Detroit.

4.4.1. Princípios informantes da gestão do administrador público

O gestor público deve atuar respeitando os princípios da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da publicidade e da eficiência, nos termos do artigo 37, *caput*, da Constituição⁴⁴⁰.

Pelo princípio da legalidade, só pode o agente público praticar o que a lei lhe permite, em contraste com a autonomia da vontade, vigente no âmbito particular⁴⁴¹. Em comparação com as sociedades anônimas, equivale ao sistema de competências estipulado pela lei e pelo estatuto de cada um dos órgãos de gestão, caso do rol de competências do conselho de administração, legalmente apontado pelo artigo 142 da LSA.

⁴⁴⁰ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência (...).

⁴⁴¹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**, p. 59.

A impessoalidade, por sua vez, reflete a obrigação de que todo administrado deve ser tratado igualmente, sem discriminação, asseverando-se que “simpatias ou animosidades pessoais, políticas ou ideológicas não podem interferir na atuação administrativa e muito menos interesses sectários, de facções ou grupos de qualquer espécie”⁴⁴². No que tange as Sociedades por Ações, há previsão semelhante, *e.g.*, na previsão do artigo 154, §1º, que veda ao administrador, ainda que conduzido por voto de determinado grupo de acionistas, agir focado no interesse do grupo em detrimento do interesse da companhia.

Por moralidade se compreende o dever de atuar de forma ética na condição de agente público, respeitando a lealdade e a boa-fé, sempre procedendo “em relação aos administrados com sinceridade e lhanheza, sendo-lhe interdito qualquer comportamento astucioso, eivado de malícia”⁴⁴³. Embora se possa falar em distinção entre uma ética pública e uma ética da iniciativa privada, a preocupação com uma gestão eticamente orientada é clara e onipresente nos cânones da governança corporativa e, na forma de lealdade e boa-fé, aparece positivada, *i.e.*, no dever de lealdade, objeto do artigo 155 da LSA.

Já publicidade é a “divulgação oficial do ato para conhecimento público”⁴⁴⁴, vista como requisito de validade do ato estatal, exceto em situações excepcionais, vinculadas, por exemplo, a investigações criminais e à segurança nacional. É verdadeiro imperativo democrático, um dos traços distintivos de um Estado Democrático de Direito e que encontra reflexos claríssimos na administração das sociedades por ações, principalmente aquelas estruturadas sob forma aberta e com porte significativo, objeto central do presente trabalho, que têm no dever de informar um dos deveres administrativos, positivado no artigo 157 da LSA e que exige especial atenção, por ser essencial ao bom andamento do mercado acionário, que exige transparência, com a divulgação dos fatos relevantes, isto é, aqueles com potencial para interferir na cotação dos valores mobiliários da companhia.

⁴⁴² MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**, p. 104.

⁴⁴³ *Idem*, p. 108.

⁴⁴⁴ MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**, p. 89.

Por fim, o princípio da eficiência, instituído pela Emenda Constitucional nº 19/1998, refere-se ao “modo de atuação do agente público, do qual se espera o melhor desempenho possível nas suas atribuições, para lograr os melhores resultados”⁴⁴⁵. O princípio, talvez como nenhum outro, aproxima a gestão pública da gestão privada, com o foco na produção do resultado. Com a superação de uma visão da administração pública simplesmente a partir do aparato burocrático, mais de meio que de fim. Traduz, *mutatis mutandi*, o dever de diligência, que deve permear toda a atuação do dirigente societário.

Não à toa o princípio apareceu justamente em emenda que visava à promoção da modernização da gestão administrativa, visando a dar-lhe maior eficiência funcional e trazendo institutos voltados à construção de uma verdadeira reforma gerencial do Estado⁴⁴⁶.

O princípio da eficiência, portanto, expressa a incorporação constitucional de valores típicos da iniciativa privada na esfera pública. Sugere ao gestor público que se aproxime do gestor privado, exige-lhe de forma mais próxima àquela que se exige do gestor privado.

Evidente que a eficiência deve ser pensada com vistas ao objeto de atuação de cada qual. A administração pública não pode ser pensada tendo em primeiro plano a produção de resultados econômicos (embora a preocupação com aspectos econômico-financeiros dos entes públicos seja crucial, como se verá *infra*, no trato da Lei de Responsabilidade Fiscal), mas de prestação de serviço público, enquanto a administração das sociedades por ações de controle privado tem em vista, em primeiro plano, a geração de lucro aos acionistas.

4.4.2. Lei de responsabilidade fiscal

Além de princípios informantes, a preocupação do legislador com a atuação dos administradores públicos, especialmente no que se refere à manutenção de orçamentos equilibrados, aparece pormenorizada na Lei de

⁴⁴⁵ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Op. cit.**, p. 75.

⁴⁴⁶ TÁCITO, Caio. A reforma do Estado e a modernidade administrativa. **Revista de Direito Administrativo**, p. 4-ss.

Responsabilidade Fiscal, Lei Complementar nº 101/2000, de fundamental importância na modernização da gestão pública brasileira.

Dividida em nove capítulos, a Lei traz normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, com fulcro em quatro premissas básicas: (i) planejamento, isto é, foco em metas, limites de receita e despesa; (ii) transparência, com ampla divulgação do planejamento e dos resultados da gestão, sendo cada vez mais recorrente o uso da *Internet*, além da previsão expressa de participação popular; (iii) controle, com ampla fiscalização da arrecadação e das despesas por parte, especialmente, dos tribunais de contas; e (iv) responsabilização, com a imputação de sanções administrativas, como o impedimento da recepção de transferências voluntárias, aos entes que descumprirem a lei⁴⁴⁷.

Destaca-se, igualmente, sua preocupação, expressa no capítulo II, de enfatizar o equilíbrio que se busca entre a receita e a despesa, visando a instituir a promoção de um controle de custos e de uma análise de resultados dos programas financiados a partir dos recursos orçamentários, com foco na efetividade dos gastos e na análise de resultados⁴⁴⁸.

A assunção de responsabilidade pelo resultado, a propósito, é algo nítido na LRF, tido resultado não como atingir ou não atingir as previsões orçamentárias, mas como “conseqüência concreta da conduta gerencial da Administração Pública”⁴⁴⁹. Trata-se de responsabilizar o administrador público pela gerência eficiente dos recursos públicos postos a seu dispor. A mensagem da lei é clara: o Estado deve definir suas metas, torná-las transparentes, envia esforços para atingi-las e exercer controle sobre todo o processo⁴⁵⁰.

A transparência, aliás, é da essência da Responsabilidade Fiscal, exigindo do administrador público conduta ativa, voltada a tornar público todo o conteúdo da atividade administrativa do Estado, não simplesmente por meios oficiais, como o Diário Oficial, mas por meios de acesso efetivo, que transcenda a divulgação como mero cumprimento de uma publicidade vista

⁴⁴⁷ SANTOS, Armenio de Oliveira dos *et alii*. Responsabilidade fiscal: um marco na administração pública. **Revista de Estudos Tributários**, p. 129.

⁴⁴⁸ MATA DIZ, Jamille Bergamaschine. A responsabilidade fiscal e o pacto federativo. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, p. 143.

⁴⁴⁹ MOREIRA, Egon Bockmann. **O princípio da transparência e a responsabilidade fiscal**, p. 141.

⁴⁵⁰ *Idem* p. 142.

como requisito formal de eficácia. É preciso informar para permitir a participação fiscalizadora do cidadão.

Põe-se evidente, neste esteio, o paralelo entre a condição do cidadão e a do acionista, sendo a transparência fundamental para a participação tanto deste quanto daquele.

É de se ter em vista que, enquanto se exige do ente público a exposição ampla de sua atuação, de sua gestão financeira, de suas metas, traduzindo o *full disclosure* em sua acepção mais completa, no caso do ente privado, da grande sociedade anônima aberta, movimentações da ordem de trilhões de dólares, como as sucessivas operações com derivativos, da ordem de trilhões de dólares, podem se dar sem que sequer um órgão regulador tenha consciência.

Evidente que os deveres de uns e outros devam ser tratados de forma distinta justamente por se referirem uns ao público e outros ao privado, exigindo-se daqueles com maior rigor do que destes, mas do mesmo modo que se tratou da responsabilidade fiscal do gestor público, é razoável que se envide esforço jurídico no sentido de lidar com a responsabilidade do dirigente privado, eis que, quando se tem em vista o resultado, as conseqüências de suas decisões, as deste último podem ser mais deletérias do que as do primeiro.

4.4.3. Lei de improbidade administrativa

Com vistas a ver respeitada a moralidade pública e as regras de boa administração, a Lei nº 8.429, de 1992, instituiu sistema de responsabilização dos gestores por atos de improbidade administrativa que resultarem em prejuízo ao erário ou enriquecimento ilícito.

Prevê-se punição ao agente público ou quem com ele concorrer na prática do ato, tanto por condutas comissivas quanto omissivas, culposas ou dolosas, que de algum modo produzirem prejuízo ao patrimônio público ou redundarem em enriquecimento não justificável. Em todos os casos, além das demais punições cabíveis, o patrimônio do agente pode ser indisponibilizado com o fito de reparar a lesão ou restituir o que ilicitamente se recebeu.

A lei cuida de definir os atos de improbidade, dividindo-os em três grandes grupos: (i) atos de improbidade que causam prejuízo ao erário; (ii) atos

de improbidade que redundam em enriquecimento ilícito; e (iii) atos de improbidade que representam violação aos princípios da administração pública.

Dentre os atos exemplificativamente lançados como potenciais causadores de prejuízo ao erário pode-se apontar: (i) permitir ou facilitar a alienação, permuta ou locação de bem integrante do patrimônio de qualquer das entidades referidas no art. 1º desta lei, ou ainda a prestação de serviço por parte delas, por preço inferior ao de mercado; (ii) permitir ou facilitar a aquisição, permuta ou locação de bem ou serviço por preço superior ao de mercado; e (iii) realizar operação financeira sem observância das normas legais e regulamentares ou aceitar garantia insuficiente ou inidônea.

Dos causadores de enriquecimento ilícito pode-se apontar, *e.g.*: (i) perceber vantagem econômica para intermediar a liberação ou aplicação de verba pública de qualquer natureza; e (ii) receber, para si ou para outrem, dinheiro, bem móvel ou imóvel, ou qualquer outra vantagem econômica, direta ou indireta, a título de comissão, percentagem, gratificação ou presente de quem tenha interesse, direto ou indireto, que possa ser atingido ou amparado por ação ou omissão decorrente das atribuições do agente público.

Quanto ao terceiro grupo, isto é, a violação dos princípios de gestão, sem necessidade de aferição da presença de prejuízo ao erário ou de enriquecimento sem causa da parte do agente público, tem-se como exemplos: (i) revelar fato ou circunstância de que tem ciência em razão das atribuições e que deva permanecer em segredo; (ii) negar publicidade aos atos oficiais; e (iii) frustrar a licitude de concurso público.

As sanções, para além das típicas sanções cíveis e criminais, quando a conduta tipifica algum crime contra a administração pública, são severas, havendo mesmo a possibilidade de perda dos direitos políticos, como aponta o disposto no artigo 15, V, da Constituição, também prevê que aqueles atos implicarão a perda da função pública, a indisponibilidade dos bens e o ressarcimento ao erário, na forma e gradação previstas em lei, sem prejuízo da ação penal cabível, nos termos do artigo 37, §4º.

A tipicidade lembra aquela da LSA ao apontar hipóteses específicas de violação dos deveres impostos aos administradores societários, como as dos incisos do artigo 155 daquele diploma, que vedam, em nome do dever de lealdade, ao administrador: (i) usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou

sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; (ii) omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; e (iii) adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

Outrossim, penas como a perda dos direitos políticos remetem à possibilidade de aplicação, pela CVM, como se verá adiante, de penas de vedação do acesso ao cargo de administrador de sociedades anônimas abertas (vide *infra*).

4.4.4. Considerações

Em maior ou menor escala, um dirigente societário de companhia aberta e um dirigente público têm frente a si o dever de atender a interesses que superam o meramente privado.

Seria incompatível com um sistema que garante constitucionalmente a liberdade de iniciativa e a propriedade privada conceber uma *instituição* privada, como a típica sociedade anônima aberta, como voltada ao atendimento de um interesse público identificável com o interesse público estatal, como defende Rathenau⁴⁵¹.

Tampouco seria compatível com a ordem constitucional vigente tomar-se como fim social único uma empresa o aumento de sua lucratividade, como apontou outrora Milton FRIEDMAN⁴⁵².

⁴⁵¹ Vide, *supra*, análise sobre contratualismo e institucionalismo, em que se apresenta a posição de Walter Rathenau, que lança olhar publicista sobre as grandes empresas.

⁴⁵² O ponto de vista aparece em FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, Set./1970. Acrescenta o autor, justificando seu receio de atribuir a entes privados funções públicas: "But the doctrine of "social responsibility" taken seriously would extend the scope of the political mechanism to every human activity. It does not differ in philosophy from the most explicitly collective doctrine. It differs only by professing to believe that collectivist ends can be attained without collectivist means. That is why, in my book Capitalism and Freedom, I have called it a "fundamentally subversive doctrine" in a free society, and have said that in such a society, "there is one and only one social responsibility of business--to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud."

Não se pode olvidar o papel socialmente relevante que as grandes sociedades anônimas representam, mas considerar seu papel social não pode significar a desconsideração de sua função econômica sob pena de, em última análise, colher-se o que não se quis plantar.

A planificação econômica demonstrou-se, mais de uma vez, incapaz de resultados sócio-econômicos positivos, além de um marcante impacto negativo sobre as liberdades individuais, de que dão exemplos notórios a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas, Cuba e a Alemanha Oriental, cujo contraste marcante com a co-irmã ocidental expressa as vantagens sócio-econômicas de um regime de livre mercado.

Não caberia, portanto, regulamentar tão detalhadamente a conduta de um dirigente de sociedade anônima quanto se regulamenta a de um gestor público. Mas não cabe, do mesmo modo, deixar livre o gestor privado para que tome as decisões negociais que bem entender, sem a consideração de determinados limites, tendo em vista o papel sócio-econômico da empresa, tema que será objeto de análise específica *infra*.

Impende ter em mente que, como apontaram BERLE e MEANS décadas atrás, “a moderna sociedade anônima pode ser considerada não apenas como uma forma de organização social, mas, potencialmente (senão efetivamente), como a instituição dominante do mundo moderno”⁴⁵³, como outrora foram dominantes a Igreja e o Estado.

A concentração de poder econômico em torno das grandes sociedades anônimas, com complexos sistemas de gestão, faz destas atores essenciais e que não podem ser desconsiderados na busca da promoção dos valores fundamentais, constitucionalmente elencados.

Com sua propriedade pulverizada ou tendente à pulverização nas economias com mercado de capitais desenvolvidos ou em desenvolvimento, respectivamente, essa promoção passa pela construção dos deveres e responsabilidades dos seus efetivos condutores. E a separação entre propriedade e gestão, reflexo da pulverização e escopo da governança corporativa, faz com que a efetiva condução seja tarefa dos administradores societários.

⁴⁵³ BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. **Op. cit.**, p. 278.

Neste sentido a relevância de se pensar seus deveres e suas responsabilidades de acordo com um projeto de sociedade anônima condizente com objetivos sócio-econômicos relevantes e juridicamente positivados, finalidades estas que, sempre consideradas as peculiaridades de cada qual, devem ser igualmente buscadas pelos gestores públicos e pelos gestores privados.

No tocante aos gestores privados, porém, é essencial ter em vista que sua função social passa, necessariamente, por sua função econômica, razão pela qual, antes de se tratar do respeito à função social da empresa como dever do administrador, dedicar-se-á tópico à análise econômica das normas jurídicas em geral e, especificamente, daquelas atinentes a deveres e responsabilidades dos dirigentes societários.

4.5. Necessidade de uma leitura econômica dos deveres e responsabilidades dos administradores

As normas de responsabilidade dos administradores precisam ser pensadas com vistas a coibir a violação dos deveres, exatamente por conta da percepção de que a má conduta dos dirigentes societários das grandes companhias pode causar impactos severos às partes relacionadas, tanto quanto ser fator determinante em crises econômicas globais, tudo nos termos apresentados *supra*.

A leitura econômica, porém, pressupõe uma breve incursão sobre o conteúdo da Análise Econômica do Direito, ferramenta metodológica de excepcional relevância para a construção de uma ciência jurídica voltada à produção de normas eficazes, construída a partir da Nova Economia Institucional.

4.5.1. A Nova Economia Institucional

A construção de uma leitura econômica do Direito nasce conjuntamente com a ressurreição do interesse pelas instituições no âmbito da Economia, obra da Nova Economia Institucional (NEI), que brota da percepção que as

instituições realmente importam e que são suscetíveis de análise pelas ferramentas da economia teórica⁴⁵⁴.

Os novos institucionalistas não estudam o mercado, mas as instituições concretas que tornam a existência de um mercado possível⁴⁵⁵, como as regras atinentes à formulação de sociedades comerciais, à responsabilidade civil e a todo arcabouço normativo com impacto potencial no mercado.

Sua leitura da sociedade brota, portanto, da percepção de que as instituições realmente importam e que são suscetíveis de análise pelas ferramentas da economia teórica⁴⁵⁶.

É este segundo âmbito, da viabilidade da análise pelo ferramental da Economia, que lhe dá identidade, uma vez que não era novidade, para a economia ortodoxa, a relevância das instituições no processo econômico, mas para estes o ambiente institucional não era teorizável. A Nova Economia Institucional diverge, portanto, porque parte do pressupostos de que os princípios utilizados para derivação de proposições econômicas puras servem também para avaliar como as instituições têm origem e se transformam no decurso do tempo, tendo em mente que assumem a forma de restrições comportamentais lançadas pelos indivíduos organizados em sociedade com vistas à redução dos custos de transação.

Em seu método, dada a necessidade de escrutínio intenso de instituições particulares, a NEI enfatiza o estudo de casos concretos⁴⁵⁷, tendo alguns traços essenciais que servem de ponto de partida à análise. No que diz respeito aos atores humanos, por exemplo, há quase consenso quanto à competência cognitiva limitada e que - dados estes limites de cognição - a sua atuação nas relações contratuais é sempre e necessariamente incompleta, o que enseja atuação oportunista, sendo também um caractere essencial o fato de que são capazes de previsão consciente⁴⁵⁸.

Ademais, a Nova Economia Institucional não parte de padrões organizativos ideais, mas das alternativas organizacionais praticáveis, cientes

⁴⁵⁴ WILLIAMSON, Oliver. *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, p. 595.

⁴⁵⁵ POSNER, Richard. **Overcoming Law**, p. 429.

⁴⁵⁶ WILLIAMSON, Oliver. **Op. cit.**, p. 595.

⁴⁵⁷ POSNER, Richard. **Op. cit.**, p. 429.

⁴⁵⁸ WILLIAMSON, Oliver. **Op. cit.**, p. 600-601.

de que são imperfeitas (e a natureza defeituosa de todas elas é algo inevitável). E, para eles, um modo de organização existente para o qual não haja alternativa superior factível e que esteja implementado com expectativa de ganhos é considerado eficiente⁴⁵⁹. Passa-se a tentar remediar suas incorreções, ao invés de pensá-la em cotejo com um sistema ideal.

Pode-se, ainda, destacar que, para além da natureza humana, observa-se a natureza da firma, sendo o artigo *The Nature of the Firm*, da lavra de Coase, um de seus primeiros suportes, superando concepção da firma como função-produção (construção tecnológica) e considerando-a como estrutura de governança (construção organizacional), na qual a estrutura interna tem efeitos e propósito econômicos⁴⁶⁰.

Assim, tem-se o valor de instituições dos mais variados sistemas sociais interferindo no comportamento econômico dos indivíduos, que por razões morais, religiosas ou jurídicas tomam ou deixam de tomar determinadas atitudes. E é a análise dessa interferência das instituições no campo jurídico que enseja o desenvolvimento da Análise Econômica do Direito.

4.5.2. Análise Econômica do Direito (AED)

Há referenciais da relação entre Direito e Economia desde as construções de Adam Smith, tanto em seu clássico *The Wealth of Nations* quanto em *Lectures on Jurisprudence*, o que faz não ser completa novidade o diálogo entre as disciplinas. Todavia, a vertente da Análise Econômica do Direito (AED) atualmente conhecida nasceu da publicação do artigo de Ronald Coase, *The Problem of Social Cost*, ainda na década de 1960.

O texto de Coase trouxe a questão a um novo patamar, sendo alçado à condição de marco teórico sobre o qual se construiu o *law and economics*, apresentado especialmente no *Journal of Law and Economics*, publicação cinquentenária da Universidade de Chicago que remanesce ativa.

A análise apresentada no artigo parte do problema dos empreendimentos cujas atividades causam transtornos aos circunvizinhos,

⁴⁵⁹ Idem, p. 601.

⁴⁶⁰ Idem, p. 602.

tomando como exemplo cabal aquele das fábricas cuja fumaça afeta os proprietários próximos⁴⁶¹.

Este problema, ao menos à época, tinha solução típica da parte dos economistas, coincidente com o ponto de vista jurídico, consistente na visão que a teoria da responsabilidade civil costuma apresentar: se é a fábrica que emite os poluentes, será tida como responsável pelos danos por eles ocasionados aos proprietários limítrofes. Haveria, portanto, um dever de indenização, ou então sobretaxação ou simples vedação do direito de instalação de fábricas emissoras de poluentes em áreas tais que elevem o risco de danos a terceiros.

Coase demonstrou que estas soluções, comuns como são, não representam a máxima eficiência, visualizando que a solução de problemas desta ordem deve ser considerada a partir de uma visão totalizadora. Assim, caberia ao Direito promover arranjos sociais e institucionais que melhor perfizessem a lógica custo-benefício. Isto, é claro, nos ramos do direito que devem ser pautados pela eficiência.

A própria intervenção governamental pode ser justificada pela busca de melhoria na eficiência econômica, sendo bem-vinda sempre que capaz de promover a solução de litígios que, se deixados para a condução do mercado, teriam custo elevado⁴⁶².

Além de Coase, os primeiros passos da versão contemporânea da Análise Econômica do Direito contaram com as letras de Guido Calabresi, egresso de Yale que publicou, poucos meses depois de *The Problem of Social Cost*, o artigo *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, com o qual conquistou espaço entre os fundadores da vertente moderna da *Law and Economics*. Aos dois soma-se, ainda, Richard Posner, egresso da *Harvard Law School*, que publicou sua concepção pessoal da relação entre Economia e Direito na obra *The Economic Analysis of Law* (1973).

Esta leitura econômica interessa sobremaneira quando se tem em vista que o jurista, quando pensa os efeitos esperados da norma jurídica, ainda o faz de forma muito semelhante ao que já fazia no período romano, baseando-se,

⁴⁶¹ COASE, Ronald H. **The Problem of Social Cost**, p. 1.

⁴⁶² Idem, p. 10.

como atestam Robert Cooter e Thomas Ulen, na “intuição e quaisquer fatos que estivessem disponíveis”⁴⁶³.

É esta carência que a Análise Econômica do Direito vem suprir, aplicando o *método* da ciência econômica para prever o comportamento humano frente ao sistema de normas e sanções. Nesta esteira, com Cooter e Ulen, pode-se asseverar que a Economia “fornece uma teoria comportamental para prever como as pessoas reagem às leis”⁴⁶⁴, de tal modo que o instrumental ora referido representa a aplicação dos métodos desenvolvidos pela Economia para a análise dos efeitos das normas jurídicas⁴⁶⁵.

Outrossim, é preciso ter em vista que o desenvolvimento do sistema econômico, unido a um sistema tributário adequado capaz de permitir a redistribuição de renda a partir de um *good governance*, possui o condão de propiciar o progresso social.⁴⁶⁶ Além disso, importa salientar, com Nino GAROUPA, que “a análise econômica do direito é uma metodologia e não uma ideologia”⁴⁶⁷, tendo natureza “meramente instrumental”⁴⁶⁸. Assim, não é ferramenta vinculada a apenas um modelo econômico, uma ordenação ideológica. Pelo contrário: pode contribuir com as mais variadas matizes ideológicas, mais ou menos intervencionistas.

Por este caractere metodológico, a Análise Econômica abre portas valiosas ao permitir que se possa reler os institutos jurídicos envoltos na lógica de mercado, como o Direito Empresarial. Quando se tem em vista que a “arritmia entre a realidade e as normas provoca um nó de estrangulamento na

⁴⁶³ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**, p. 25.

⁴⁶⁴ Idem, *ibidem*.

⁴⁶⁵ Vide, *e.g.*, a análise de Milton BAROSSA-FILHO quanto às estratégias dos *players* nas assembleias de credores voltadas à chancela ou rejeição dos planos de recuperação das empresas submetidas ao processo de Recuperação Judicial da Lei nº 11.101/2005, quer permite a percepção de alguns cenários da lei, caso da presença de um credor com garantia real que a maioria absoluta dos créditos da classe e esteja interessado na decretação da falência da empresa. Neste caso, a estratégia dominante seria a decretação, pela sistemática de apuração do resultado. E não há mecanismo que proporcione prevenção deste comportamento, o que acabará por culminar com uma situação de maximização dos resultados individuais, sem consideração do melhor resultado grupal. (BAROSSA-FILHO, Milton. As assembleias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão em teoria dos jogos. **Revista de Direito Mercantil**, nº 137, p. 233-238).

⁴⁶⁶ TIMM, Luciano Benetti. Direito, Economia e a função social do contrato: em busca dos verdadeiros interesses coletivos protegíveis no mercado do crédito. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 17.

⁴⁶⁷ GAROUPA, Nino. A análise econômica do direito como instrumento de reforço da independência do Judiciário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 83.

⁴⁶⁸ Idem, *ibidem*.

vida social e econômica⁴⁶⁹, a AED vem apresentar ferramentas aptas a desatar este nó e readequar o Direito à realidade.

Propõe, *e.g.*, métodos de aferição de eficiência, como o ótimo de Pareto, que analisa a circulação das riquezas apontando que estas devem ser transferidas de quem as valoriza menos a quem as valoriza mais. Ou, ainda, o equilíbrio de Kaldor-Hicks que, calcados no modelo de utilidade de Bentham, apontam que as normas devem ser constituídas de modo a promover o máximo de bem-estar para o número máximo de indivíduos⁴⁷⁰.

Neste ponto, destaca-se que quanto mais aperfeiçoadas forem as instituições situadas neste contexto mais propenso estará o ambiente econômico ao desenvolvimento, e que este aperfeiçoamento, por sua vez, será diretamente proporcional à integralidade e à previsibilidade proporcionadas pelo sistema jurídico⁴⁷¹.

A Análise Econômica permite compreender, *e.g.*, a formatação do mercado de hipotecas residenciais estadunidense, pivô da crise econômica do *subprime*. Neste esteio, tem-se que o mercado tradicional de crédito imobiliário para residências costuma ser organizado de modo que um único banco origina, gerencia e oferece serviços de financiamento com hipoteca para seus clientes. O banco assume os riscos de não pagamento pelos clientes que, por sua vez, assumem o risco de que o banco deixe de cumprir com suas obrigações. Para a teoria da firma de Coase, o modo de integração assim se conformaria por serem menores os custos de transação se comparados aos da utilização de transações distintas em cada etapa do processo. A distribuição de cada etapa do processo em distintos agentes, como acontece com a o modelo focado na securitização, justifica-se quando os custos de transação são menores ao utilizar vários agentes em relação à utilização de um único⁴⁷².

Mas esta metodologia não exige apenas o aperfeiçoamento da norma como enunciado. Um mundo com políticas públicas judicializadas não permite que se ignore o papel econômico e social do Poder Judiciário, sob pena de

⁴⁶⁹ WALD, Arnoldo. O direito da crise e a nova dogmática. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 32.

⁴⁷⁰ SZTAJN, Rachel. Law and Economics. **Direito & Economia**, p. 76.

⁴⁷¹ TIMM, Luciano Benetti. **Op. cit.**, p. 23.

⁴⁷² ZUCKERMAN, Aron M.. Securitization Reform: A Coasean Cost Analysis. **Harvard Business Law Review**, p. 305-306.

negação da realidade.⁴⁷³ Sua atuação criadora de direitos, com impactos relevantes na vida econômica e social, se, por um lado, não pode ser maximizada à exacerbação, por outro, não pode também ser minimizada⁴⁷⁴.

Um case típico de intervenção mal sucedida, por abdicar de uma análise econômica das questões envolvidas, é conhecido como da *soja verde*, de notória relevância no Estado de Goiás. O arcabouço fático envolvido referia-se à aquisição da soja ainda não plantada, pelas empresas que fariam seu processamento posterior (*traders*). Como ocorreu uma valorização não esperada da soja, diversos produtores propuseram demandas, pleiteando a revisão dos contratos calcada na teoria da imprevisão, no enriquecimento ilícito, dentre outros fundamentos. O Tribunal de Justiça do Estado de Goiás⁴⁷⁵ promoveu as revisões e a cadeia de contratantes enfrentou as consequências, perdendo acesso a fonte competitiva de crédito, tendo em vista que os *traders* passaram a não realizar os negócios na medida em que, se houvesse desvalorização, arcariam com as perdas, mas se houvesse valorização, não ficariam com os lucros⁴⁷⁶.

Não se trata de impor uma leitura puramente econômica dos fenômenos jurídicos, mas de ter claro que eles têm relação sistêmica com os fenômenos econômicos⁴⁷⁷. Além disso, para consecução dos objetivos a que o Direito se propõe é preciso levar em consideração que a interpretação das normas jurídicas não é realidade apartada, ocorrendo dentro de um contexto econômico e social inserido em uma economia de mercado, de tal modo que a reflexão consequencialista se torna “uma metodologia útil e importante para ultrapassar análises míopes”⁴⁷⁸.

⁴⁷³ GAROUPA, Nino. **Op. cit.**, p. 83.

⁴⁷⁴ Idem, p. 84.

⁴⁷⁵ Em acórdãos tais como os das Apelações Cíveis 82.254-/188, 79.859-2/188 e 91.921-2/188, todos citados por TIMM, Luciano Benetti. **Op. cit.**, p. 24-25.

⁴⁷⁶ TIMM, Luciano Benetti. **Op. cit.**, p. 25.

⁴⁷⁷ Arnoldo WALD relata o problema histórico da desconsideração das variáveis econômicas na análise das questões jurídicas, *in verbis*: “Sentimos, ambos, um dos grandes problemas da nossa época, dos anos 50 e 60, que foi a necessária conciliação entre a Economia e o Direito pois, durante muitos anos, a Economia e o Direito viveram em mundos diferentes e não havia entre eles linguagem comum, como se o mercado pudesse viver fora da área jurídica e o Direito não reconhecer a existência do mercado (...) a Economia deveria estar submetida ao Direito, mas, para submetê-la, era preciso conhecê-la e compreender todos os mecanismos econômicos” (A evolução do direito societário. **Revista de Direito Mercantil**, p. 58).

⁴⁷⁸ Idem, *ibidem*.

4.5.3. Relevância de se analisar economicamente os deveres e responsabilidades dos gestores societários

Questões econômicas permeiam toda a atuação dos gestores societários e a determinação de seus deveres e responsabilidades, exigindo que a interpretação de suas regras se dê atendendo à realidade econômica que circunda mencionada atuação⁴⁷⁹. Isto se torna especialmente relevante quando se considera que o objetivo primário de uma companhia é gerar resultados financeiros positivos, que possam ser divididos entre seus acionistas, como remuneração do capital que investiram, com risco, em sua constituição.

Por outro lado, o modelo econômico do direito da responsabilidade civil, nas palavras de COOTER e ULEN, parte de dois elementos: o custo do dano e o custo de se evitar o dano⁴⁸⁰. Neste esteio, na ausência de uma regra de responsabilização, o autor do dano não tem incentivos para tomar precauções.

Assim, presumindo, *e.g.*, que os administradores que arriscaram vultosas somas de capital em operações envolvendo derivativos que, ao fim, redundaram na crise do *subprime*, não o tenham feito dolosamente, mas de forma culposa, tem-se que, em raciocínio econômico, não havia incentivo suficiente para que evitassem os danos.

E havia, ainda, nesta ótica, outros fatores agravantes. Os efeitos deletérios acabaram colhidos no longo prazo, enquanto no curto prazo houve ganhos financeiros significativos, com bônus proporcionais aos gestores.

Outrossim, os efeitos deletérios não atingiriam, pelo menos em princípio, o patrimônio dos gestores, mas o da sociedade, impactando no valor das ações e, conseqüentemente, no patrimônio dos acionistas, revelando uma faceta do

⁴⁷⁹ Como afirma Paula FORGIONI, tratando da interpretação dos negócios empresariais à luz do Novo Código Civil, “[j]ustamente porque o direito empresarial possui uma lógica peculiar, os textos normativos requerem uma interpretação/aplicação diversa, adequada à realidade que disciplinam” (A interpretação dos negócios empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. **Revista de Direito Mercantil**, p. 8.). E uma interpretação adequada à realidade das normas que constituem deveres e responsabilidades aos administradores societários exige a consideração das variáveis econômicas.

⁴⁸⁰ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Op. cit.**, p. 332.

conflito de agência envolvido, pois não era o administrador, mas o proprietário, quem arcaria com os impactos financeiros das decisões⁴⁸¹.

No mesmo sentido, não havia incentivos relevantes para a consideração dos impactos sociais de longo prazo às demais partes relacionadas, como os trabalhadores.

O prospecto de que as decisões, ao final, acabariam resguardadas pela *business judgment rule*, reforça a perspectiva de que não havia mecanismos eficientes para coibir a assunção exacerbada de riscos por conta dos administradores, aos quais bastaria a tomada de algumas medidas de resguardo com vistas a configurar uma decisão informada⁴⁸², atraindo a incidência da regra de isenção de responsabilidade.

Assim, além de ausente o incentivo eficiente para a tomada de precauções não meramente formais⁴⁸³, poder-se-ia afirmar que existiam incentivos no sentido da assunção dos riscos, sem razão para preocupação econômica com os resultados. A má conduta dos gestores era compensatória, considerados estes fatores e as limitações da aplicação da responsabilidade civil em situações como tais, nos moldes expostos *supra*.

Sob outra ótica, analisar economicamente as normas que firmam os deveres e responsabilidades dos administradores expõe certas realidades não intuitivas envolvendo a interpretação eficiente de normas jurídicas.

⁴⁸¹ Ainda que se possa falar na ausência de bônus e, portanto, em certo impacto patrimonial aos administradores, certo é que impacto maior teriam os acionistas e a companhia, por conta do fato de que, sem bônus, não se somaria patrimônio ao dos gestores, mas também não se subtrairia. No caso dos acionistas e da companhia, por outro lado, a diminuição do valor dos ativos representa a subtração e demonstra a maior exposição destes aos riscos das decisões.

⁴⁸² BAINBRIDGE, Stephen M. **Op. cit.**, p. 29, traz observação relevante neste sentido: "Having said that, however, *Van Gorkom* probably has resulted in many board decisions being over-processed. In many cases, even relatively minor board decisions are subjected to exhaustive review, with detailed presentations by experts. Why? The answer lies in the incentive structures of the relevant players. Who pays the bill if the director is found liable for breaching the duty of care? The director. Who pays the bill for hiring lawyers and investment bankers to advise the board? The corporation and, ultimately, the shareholders. Suppose you were faced with potentially catastrophic losses, for which somebody offered to sell you an insurance policy. Better still, you don't have to pay the premiums, someone else will do so. Buying the policy therefore doesn't cost you anything. Would not you buy it?"

⁴⁸³ Formais no sentido de talhadas apenas para garantir a aplicação da *business judgment rule*, sem efetiva preocupação com os materiais da decisão, valendo invocar, novamente, a posição de BAINBRIDGE (Idem, ibidem): Lawyers have strong incentives to encourage clients to expend a lot of time, energy, and money on the decision-making process, while corporate boards of directors have strong incentives to take that advice. All of which goes to show that otherwise puzzling things become readily explicable if one understands the economic incentives at play.

Outrossim, a AED, mediante a construção de sistemas de incentivo ou coibição, permite conceber um sistema com margem de risco adequado. Assim se põe porque, malgrado a assunção de riscos em demasia seja deletéria, é indiscutível que a assunção de determinadas margens de risco é aceitável e mesmo desejável, por ser da essência da atividade econômica não planejada, calcada na liberdade de iniciativa típica dos países capitalistas e, no caso brasileiro, com dignidade constitucional.

A racionalidade jurídica típica, por sua vez, não teria condições de oferecer bases razoáveis para a elaboração de normas eficientes de prevenção de assunção de políticas de risco elevado pelos gestores empresariais, contentando-se com a *eficácia* formal da norma⁴⁸⁴.

Nesta seara, cabe mencionar a análise de ELHAUGE⁴⁸⁵ quanto à possibilidade de se sacrificar a busca do lucro corporativo em nome do interesse público, concepção que, se não soa surpreendente sob a égide do ordenamento brasileiro, certamente causa alguma perplexidade à primeira vista em terras estadunidenses.

A resposta da análise econômica, aponta o autor, considerada sua função de correção de imperfeições do mercado e de redução de externalidades, é no sentido de que a maximização do lucro é desejável (isto é, aumenta a riqueza nacional de modo que possa ser regulada ou distribuída com vistas ao alcance do Ótimo de Pareto) até o ponto em que a atuação da companhia se dê dentro de um marco legal que mantenha a competitividade dos mercados e previna a imposição de custos e danos (externalidades negativas) a terceiros⁴⁸⁶.

Evidencia-se, portanto, de forma quantitativa, um limite econômico para a busca do lucro desejável, a partir de questões como o impacto das externalidades negativas na comunidade envolvida com a atuação da

⁴⁸⁴ A limitação do jurista à eficácia enquanto aptidão para produção de efeitos, aliás, não é demérito seu, nem poderia ser diferente. O Direito como ramo do conhecimento não oferece ferramentas para analisar a eficiência de qualquer norma, por ser deontológico em sua essência. Isto só reforça a necessidade de atuação das ciências complementares, dentre elas a Economia, explicitando a importância da Análise Econômica do Direito.

⁴⁸⁵ ELHAUGE, Einer. Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest. Trabalho apresentado à conferência **Environmental Protection And The Social Responsibility Of Firms**, sediada na Universidade de Harvard, aos 06 de dezembro de 2003.

⁴⁸⁶ Idem, p. 10.

companhia, reposta que uma leitura puramente jurídica do ordenamento não estaria apta a proporcionar.

A vinculação às externalidades, a propósito, será relevante *infra*, para construção de uma concepção da função social da empresa.

4.6. Função social como parâmetro da atuação dos gestores

Dois milênios separam a sacra propriedade romana, *ad astra et ad inferos*, da propriedade que obriga (*Eigentum verpflichtet*), insculpida na Constituição de Weimar, segunda grande carta político-social, antecedida apenas pela Constituição do México de 1917, para a qual a propriedade era pública (da nação) por natureza e privada por concessão.

A relativização da propriedade passou pela pena de filósofos, juristas, ateus, alcançando as páginas pias da *Rerum Novarum* que, na edição de Quadragésimo Aniversário, da lavra do Papa Pio XI, faz menção à expressão que seria consagrada posteriormente: função social.

O conceito de função social, em sua origem hierática, dizia respeito à função da economia como um todo, mas não demorou, em sua apropriação jurídica, a ser lida como função social da propriedade, de onde se depreenderam, posteriormente, as funções sociais dos mais variados direitos, em especial daqueles de fundo econômico.

E foi como *função social da propriedade* que se a lançou, no artigo 5º, rol de direitos e garantias fundamentais, cujo inciso XXIII é claro: a propriedade atenderá a sua função social. A prescrição ecoou adiante, no elenco de incisos do artigo 170, alçando-se a função social da propriedade à categoria de princípio da Ordem Econômica da República Federativa do Brasil, não a esmo logo após o princípio com que costuma construir contraste: a propriedade privada.

É de se destacar que a constitucionalização da função social da propriedade, seja na Europa, seja no Brasil, caminhou ao lado da garantia da

propriedade privada. A redução desta a sua função social, passando ao largo do aspecto individual, nunca foi bem aceita, exceto em regimes totalitários⁴⁸⁷.

Desta relação, com ares dialéticos, entre propriedade privada e a exigência de que seu exercício atenda a uma função social, têm brotado quicá as linhas mais relevantes do pensamento jurídico hodierno, pelo modo com que se espraia por todas as relações humanas, em muito (ainda que não de todo) alicerçadas e condicionadas pelo desenrolar das relações econômicas.

E não é só de normas de hierarquia constitucional que se vale a função social. Sem prejuízo de outras previsões normativas, a função social da propriedade aparece, *in exemplis*, em dois artigos da Lei das Sociedades por Ações, primeiramente prescrevendo ao acionista controlador que leve a companhia ao cumprimento do seu objeto e ao atingimento de sua função social (art. 116, parágrafo único) e, na sequência, balizando a atuação do administrador no respeito ao bem público e à função social da empresa.

Portanto, se na Constituição se tinha uma função social adstrita à propriedade, na legislação ordinária aparece, explicitamente, sua vinculação ao exercício da empresa.

Cabe ao Código Civil o fechamento da tríade, com a peremptória vinculação da liberdade de contratação *em razão e nos limites* da função social do contrato⁴⁸⁸.

Completa-se, por conseguinte, a ampliação da extensão da função social, que passa de sua visão clássica, colada aos bens, para uma versão moderna, vinculada às relações jurídicas⁴⁸⁹.

E por conta do funcionalismo, no que tange a propriedade, esta não pode ser vista mais como simplesmente usar, fruir e abusar, mas como “algo que condiciona e mesmo dirige o exercício dos direitos do proprietário sobre o bem e lhe confere (ao bem) um direcionamento exógeno (e mesmo antagônico) à vontade do seu dono”⁴⁹⁰.

⁴⁸⁷ LOPES, Ana Frazão de Azevedo. **A função social da empresa na Constituição de 1988**, p. 212.

⁴⁸⁸ Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

⁴⁸⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. Função social do contrato: primeiras anotações, **Revista de Direito Mercantil**, p. 7.

⁴⁹⁰ MOREIRA, Egon Bockmann. **Reflexões a propósito dos princípios da livre-iniciativa e da função social**, p. 241.

Seu fundamento vai além do não lesar a outrem romano (*neminem laedere*), pois ela dita verdadeiros deveres jurídicos, fundados na relevância que os institutos jurídicos que toca têm no seio da sociedade⁴⁹¹. Isto não significa que o empresário assumiu a figuração de órgão público, nem que sua propriedade privada foi convertida em bem coletivo posto à disposição estatal para a obtenção de nada mais que resultados socialmente úteis, mas sim que a função se sobrepõe à estrutura, o que lança novo olhar sobre a atividade empresarial⁴⁹².

4.6.1. O conteúdo da função social e da função social da empresa

Da expressão *função social* mesma se depreende, a propósito, que se trata de uma visão das relações jurídicas em relação aos efeitos que têm em face de outros sujeitos de direitos, em relação à sociedade. De um princípio que constitui, em linhas gerais, “a expressão da socialidade no Direito Privado, projetando em seus corpora normativos e nas distintas disciplinas jurídicas a diretriz constitucional da solidariedade social”⁴⁹³. No entanto, o problema do conteúdo logo se põe, dado que a figura se amoldura à ideia de conceito jurídico indeterminado.

E se em outros ramos o recurso a conceitos de relativa indeterminação não traz maiores conseqüências, as peculiaridades do Direito Empresarial tornam da maior relevância um preenchimento o mais completo possível desta moldura, sob pena de se colidir com a segurança jurídica imprescindível ao bom andamento das relações comerciais.

A expressão “não pode ser utilizada como molde para que seja preenchido com um sentido tendencioso e por vezes parcial”, devendo o sentido da expressão “ser preenchido com base no contexto constitucional dos princípios e garantias fundamentais”⁴⁹⁴.

⁴⁹¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Op. cit.**, p. 8.

⁴⁹² MOREIRA, Egon Bockmann. **Op. cit.**, p. 252.

⁴⁹³ MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. **Revista Direito GV**, p. 41.

⁴⁹⁴ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira ; GALESKI JR, Irineu . **Teoria Geral dos Contratos: contratos empresariais e análise econômica**, p. 163.

A função social constitucionalmente ditada consubstancia-se em normas positivas que lhe dão conteúdo, caso da legislação antitruste e de sua repressão ao abuso de preços, ou então da obrigação de tratamento dos resíduos sólidos, no caso do direito ambiental.

Este adensamento do princípio em regra jurídica, porém, não dá conta da totalidade de seu conteúdo, pois há, para além das regras, espaço amplo para a aplicabilidade da função social enquanto princípio, já que certamente presente no rol de normas constitucionalmente consagradas cuja aplicabilidade é indiscutivelmente imediata.

Para a determinação dos interesses jurídicos por ela protegidos, por exemplo na seara da função social dos contratos, pode-se recorrer a teorias como a das garantias institucionais⁴⁹⁵, consagrada no BGB alemão e referente às normas cuja violação implica não apenas lesão ao interesse individual, mas também ao interesse coletivo⁴⁹⁶.

A definição destes interesses institucionais em muito se aproxima da própria definição de interesses difusos, desde que tida em sentido material e não em sentido processual, posto que este considera apenas a extensão subjetiva da lide.

O conceito econômico de externalidades vem a calhar nesta análise dos impactos das relações interpessoais (ou do exercício da empresa) em sujeitos alheios à relação. Trata-se dos chamados custos externos, falhas de mercado que acabam por relegar a partes não componentes da relação originária custos originários desta⁴⁹⁷. Ou, noutros termos, externalidade pode ser definida com o impacto das ações de um indivíduo na esfera de outros indivíduos que não participam da ação, sendo considerada externalidade positiva, se o impacto for positivo, e externalidade negativa, se o impacto for negativo.

O problema se apresenta no momento em que se tem uma externalidade negativa, não compensada pelo agente causador. Quando há a compensação, diz-se que a externalidade foi internalizada.

⁴⁹⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. Função social do contrato: primeiras anotações, **Revista de Direito Mercantil**, p. 11.

⁴⁹⁶ Idem, p. 12.

⁴⁹⁷ COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Direito & Economia**, p. 61.

Um exemplo é esclarecedor: uma fábrica que despeje conteúdo tóxico em rios gera externalidades para aqueles que dependem deste rio e acabam por ter que arcar com os custos de purificação⁴⁹⁸. Incumbe ao direito, então, intervir de modo a fazer com que sobreditas externalidades sejam internalizadas, já que esta conduta viola a função social da empresa, na acepção exposta acima.

Por outro lado, empresa que produz benefícios externos (empregos diretos e indiretos, arrecadação tributária) que superem os as externalidades negativas podem ser tidas como empresas condizentes com sua função social constitucionalmente estabelecida.

Assim, partindo da Análise Econômica do Direito, pode-se pensar a função social a partir das externalidades⁴⁹⁹, visando a garantir que as vantagens sociais advindas da atividade suplantem os prejuízos ocasionados. Avaliando *in concreto*, ter-se-ia que, no caso do direito concorrencial, as externalidades dos contratos empresariais justificariam a intervenção do CADE, justamente com vistas a aferir se os benefícios globais fariam valer a pena os prejuízos à concorrência⁵⁰⁰.

Outro exemplo interessante de consideração do alcance externo, extrapartes, do interesse defendido (o que se aproxima da ideia apresentada de *interesse institucional*), o Superior Tribunal de Justiça⁵⁰¹, em litígio envolvendo a vedação contratual de que houvesse contratação pelo contratante de serviços terceirizados de limpeza dos empregados da contratada, concluiu pela validade da cláusula, que atenderia a função social posto que a vedação, por ter prazo determinado, não impediria o acesso dos indivíduos a ele vinculados da busca de trabalho e desenvolvimento pessoal.

Note-se que, na decisão, não houve referência à lesão de direito do terceirizado nem do terceirizador, limitando-se a discussão às externalidades que supostamente fariam daquele contrato um violador da função social. Independentemente de anuência ou divergência com relação ao sentido da decisão, ao menos no método há concatenação com o exposto *supra* acerca

⁴⁹⁸ Idem, *ibidem*.

⁴⁹⁹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JR, Irineu. **Op. cit.**, p. 172.

⁵⁰⁰ Idem, p. 180.

⁵⁰¹ REsp nº 1.127.247 – DF, relatado pelo Ministro Luis Felipe Salomão.

da essência da função social dos direitos (e, *in casu*, especificamente dos contratos).

Valeu-se também da função social o indigitado Tribunal ao negar sistematicamente o direito do Estado de pleitear pela falência de particulares calcada em débitos tributários⁵⁰², já que, assim agindo, não permitiria à empresa atender aos ditames de sua função social, havendo, na opinião dos julgadores, uma divergência entre o interesse público e o interesse da Fazenda Pública no pleito.

Algumas manifestações judiciais envolvendo a função social da propriedade, contudo, são temerárias, sobremaneira algumas pautadas numa visão solidarista da função social da propriedade, que desconsidera variáveis econômicas e, sobretudo, deixa de enxergar a projeção do problema no longo prazo. Têm esse condão, sobretudo, as decisões que buscam fazer justiça distributiva no caso concreto e em face do direito privado, visando a neutralizar as desigualdades sociais, mas sem ter em vista seus impactos econômicos⁵⁰³. Enquadram-se nessa crítica, na visão de Luciano Benetti TIMM, algumas decisões do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul que enfraquecem a proteção da propriedade com vistas a promover suposta justiça social, mas que, se prosperarem, ampliarão os custos de monitoração e segurança a níveis impagáveis⁵⁰⁴.

Dada a pressão do mercado pela produção de resultados eficientes, com decisões relevantes sendo tomadas em prazos exíguos, é mister da engenharia jurídica a oferta de respostas em nome da otimização dos riscos e da promoção de soluções econômicas equitativas entre os agentes envolvidos⁵⁰⁵.

A relação entre a sociedade constituída e moldada como estado soberano e a sociedade empresária, a propósito, põe em primeiro plano a vertente funcional do desempenho da atividade econômica.

⁵⁰² Vide, por todos, REsp nº 363.206 – MG, relatado pelo Ministro Humberto Martins.

⁵⁰³ TIMM, Luciano Benetti; CAOVIALLA, Renato Vieira. Propriedade e Desenvolvimento: Análise Pragmática da Função Social, **Revista de Direito Empresarial**, p. 27.

⁵⁰⁴ Idem, p. 31.

⁵⁰⁵ OTTO, Samira. Responsabilidade social do empresário: a co-gestão dos riscos, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 148.

Se, por um lado, é o conjunto de capitalistas que une recursos com o fito de permitir a constituição das sociedades empresárias voltadas às grandes empreitadas, por outro lado a sociedade, conjunto de indivíduos, pela via do Estado, proporciona ao capitalista proteção normativa em três frentes essenciais para a viabilização do investimento: (i) garante-lhe a propriedade privada, por força constitucional⁵⁰⁶; (ii) garante-lhe a participação nos resultados da atividade como direito inafastável, como explícito, *e.g.*, nos termos do artigo 109, I, da LSA⁵⁰⁷; (iii) garante-lhe a limitação da responsabilidade, *e.g.*, nos termos do artigo 1º da LSA⁵⁰⁸.

A limitação de responsabilidade é potencial geradora de externalidades negativas, pois se de um lado resguarda o capitalista contra perdas maiores do que o capital que pretendeu dedicar à atividade, de outro deixa fragilizada a posição de empregados, fornecedores, consumidores e mesmo do próprio Estado quanto a suas expectativas tributárias. Isto sem falar nos danos permanentes, *i.e.*, com a utilização de recursos naturais não renováveis, a poluição *et cetera*.

Admite-se o risco de geração destas externalidades por conta de se exigir, em contrapartida, que a empresa atue de modo a gerar vantagens sociais que suplantem os impactos negativos.

Neste esteio, uma empresa pode ser poluente e atingir sua função social. Pode se utilizar de grandes volumes de recursos naturais não renováveis sem deixar de atingir sua função social. Pode ser altamente lucrativa sem que para tanto deixe de cumprir com sua função social.

Mas é necessária cautela na aferição da verificação concreta da função social. Atitudes socialmente atraentes, como a concessão de financiamentos sem razoáveis garantias, voltados, exemplificativamente, ao mercado imobiliário e, mais especificamente, às famílias de baixa renda, como ocorreu nos Estados Unidos da América com os ditos tomadores *ninja* (*vide supra*)

⁵⁰⁶ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) II - propriedade privada; (...).

⁵⁰⁷ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; (...).

⁵⁰⁸ Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

aparentavam atender ao critério das externalidades, ao menos momentaneamente, porque garantiam elevada lucratividade às instituições financeiras e tiveram impactos positivos relevantes, porque garantiram o direito à moradia a massa populacional antes dele privada.

A eclosão da crise do *subprime*, por outro lado, demonstra que as externalidades negativas proporcionadas superaram os impactos positivos, quando a leitura foi de longo prazo⁵⁰⁹.

Avulta, portanto, no que se refere à função social da empresa, dos bens de produção, a variável *sustentabilidade*.

A busca pela sustentabilidade nasceu da relação entre o crescimento econômico e os impactos ambientais daí resultantes, da maior relevância quando se pensa na utilização massiva de recursos naturais não-renováveis, como o petróleo, bem como dos impactos do desenvolvimento na formatação dos ecossistemas, por conta da exploração dos recursos, da ocupação do espaço e da poluição.

Hoje, expande-se e não se limita apenas às questões de responsabilidade ambiental, atinentes à minimização dos danos ambientais, à preferência pela utilização de recursos renováveis. Alcança também compromissos sociais e a própria rentabilidade da empresa como um todo, cujo escopo não pode mais se resumir ao lucro de curto prazo⁵¹⁰.

A atividade empresarial que atende sua função social é aquela que gera “resultados positivos no curto, médio e longo prazo, coletivamente”⁵¹¹, com viabilidade e rentabilidade, isto é, promove o desenvolvimento sustentável,

⁵⁰⁹ Merece menção a observação de Hubert de Vauplane, referindo-se às operações que ensejaram a crise do *subprime*: “À primeira vista, as operações criticadas pareciam responder de forma satisfatória às necessidades dos atores (...) Todo mundo saía ganhando (...) A pedra filosofal do crédito parecia ter sido descoberta. Mas sabemos que esta pedra é um mito. E que a volta à realidade, muitas vezes, é brutal.” (Direito dos mercados financeiros. A crise do *subprime*: qual a responsabilidade dos advogados? **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XI, n. 41, jul-set./2008, p.274.).

⁵¹⁰ TEIXEIRA, Ana Bárbara Costa. **A empresa-instituição**, p. 223. Pode-se acrescentar, ainda, com Waldirio BULGARELLI: “Subordina-se, assim, ao escopo-meio (atividade empresarial) o escopo-fim (objetivo de lucro) agora não exclusivamente voltado para a obtenção de lucratividade máxima mas, compartilhado com os interesses que se congregam na empresa, ou em outras palavras a busca do lucro subordinado à função social e ao bem público (Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, p. 79).

⁵¹¹ Idem, p. 224.

verificado também em face de sua interação com as partes relacionadas e das externalidades, tanto positivas quanto negativas, que gera.

4.6.2. Função social e preservação da empresa

A legislação falimentar foi renovada pela Lei nº 11.101/2005 a ponto de, buscando-se melhor traduzir o anseio que moveu o legislador, ser merecedora da alcunha de Lei de Recuperação de Empresas (preterindo-se, portanto, chamá-la de Lei de Falências), é explícita no escopo de preservar a empresa, colocando a própria preservação acima da satisfação dos credores⁵¹², o que torna imperativo buscar preservar a empresa viável que atenda a sua função social (art. 47).

Evidente que o anseio de preservação não toca qualquer empresa, mas apenas aquelas que atendam a sua função social. Não lhe basta ter viabilidade econômica, exigindo-se cumulativamente a viabilidade social⁵¹³.

A análise da viabilidade social considera justamente o impacto da empresa na comunidade a que pertence, a ponto de se concluir que sua recuperação e conseqüente preservação atendam a interesses institucionais (sociais relevantes)⁵¹⁴. Do contrário, a socialização das perdas vinculadas ao risco da atividade⁵¹⁵ não se justifica.

Note-se que, em parte, a viabilidade econômica se conjuga com a social, razão pela qual incumbe ao magistrado a dupla análise, para a qual é imprescindível o ferramental que a análise econômica do direito proporciona, permitindo concluir que será racionalmente justificável a recuperação de uma empresa se e *somente se* os custos sociais da recuperação forem menores do que os custos sociais da falência⁵¹⁶.

Uma das consequências desta assertiva é que uma empresa, ainda que cumpra um papel social relevantíssimo, por proporcionar uma ampla gama de postos de trabalho a uma pequena comunidade, mas que evidentemente não

⁵¹² BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**, p. 471.

⁵¹³ SANTOS, Roseli Rêgo. A Recuperação de Empresas e a Função Social da Empresa na Lei 11.101/05, **Revista de Direito Empresarial**, p. 165.

⁵¹⁴ Idem, *ibidem*.

⁵¹⁵ Idem, p. 170.

⁵¹⁶ Idem, p. 173.

tenha viabilidade econômica (cuja ausência, repita-se, torna-a dissonante de sua função social, pois sua função social é, também, econômica – ainda que não só), não mereça preservação, à luz do critério de eficiência apresentado pela Economia.

4.6.3. Função social e gestão empresarial

O controle das decisões das grandes companhias passou a ser imperativo a partir do crescimento que estas alcançaram justamente no movimento de integração global e o aumento do número de gigantes multinacionais.

O impacto das decisões das grandes empresas bem demonstra que não se pode sustentar a discricionariedade plena, como se demonstrou nos tópicos anteriores. O exercício da gestão empresarial deve ser pensado sempre tendo em mente o anseio de não afastar os intelectualmente capazes das funções administrativas, mas ao mesmo tempo não garantir excessiva liberdade, em especial considerando a lógica de ganhos especulativos que inunda o mercado.

Uma decisão financeira exarada pelo diretor de uma grande companhia é mais relevante, no quesito impacto econômico, do que a do chefe do Executivo de um Município de pequeno porte, como se apontou. Destarte, a atenção à função social na atuação daquele se põe como imperativa.

Traz-se a lume a ponderação necessária entre a necessidade de garantir uma autonomia privada e, ao mesmo tempo, um controle rigoroso o bastante para permitir responsabilizar os administradores não apenas em relação às perdas causadas aos acionistas, mas também à sociedade como um todo.

E o parâmetro para a aferição da corretude da gestão não pode ser outro que não a função social da empresa, calcada na promoção de um desenvolvimento sustentável⁵¹⁷, tida sempre com vistas às considerações conceituais apresentadas *supra*.

⁵¹⁷ No caso das instituições financeiras, vale mencionar os chamados *princípios do Equador*, que delineiam o comprometimento das instituições signatárias em relação à maneira como

A Lei das Sociedades por Ações menciona a função social em dois dispositivos: o parágrafo único do artigo 116, que trata do controlador⁵¹⁸ e o *caput* do artigo 154, componente do tópico dos deveres e responsabilidades dos administradores⁵¹⁹. Ambas as menções, portanto, focam naqueles que detêm o controle efetivo da empresa, que ditam seus rumos.

A LSA buscou atribuir a responsabilidade pelo cumprimento da função social da empresa, portanto, a todos aqueles que a controlam ou administram, sejam ou não acionistas, o que destaca que não é apenas a propriedade dos bens de produção que deve ficar à mercê da função social, mas também a gestão dos negócios sociais⁵²⁰.

A separação entre propriedade e gestão, fruto da pulverização, faz dos administradores os efetivos responsáveis pela definição das políticas empresariais (conselheiros) e por sua execução (diretores). É deles, portanto, que se pode exigir, em primeiro plano, o respeito à função social da empresa.

Traduz-se, portanto, o respeito à função social da empresa como um dos deveres essenciais do administrador da companhia.

Quando desrespeitado este dever, poder-se-ia mesmo cogitar da intervenção estatal na gestão, em situações excepcionalíssimas, se presente violação relevante, ou seja, se presentes externalidades suficientemente graves, de modo a resguardar o atendimento à função social.

Foi calcado nesta excepcionalidade que o governo estadunidense vetou a distribuição de bônus aos administradores das empresas que receberam ajuda governamental, por exemplo, em intervenção indireta, porém destacável sobremaneira por ter ocorrido no país tido como baluarte da liberdade de

pretendem desenvolver as suas atividades frente a questões como o desenvolvimento sustentável e a responsabilidade social corporativa, voltando-se a garantir que os projetos de financiamento sejam direcionados de maneira socialmente responsável e refletindo boas práticas de gestão ambiental e de promoção de sustentabilidade (VIANNA, Marcelo Drúgg Barreto; WAISBERG, Ivo. Sustentabilidade e responsabilidade social nas instituições financeiras: princípios do Equador. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 187).

⁵¹⁸ Art. 116. (...) Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua **função social**, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (grifou-se).

⁵¹⁹ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da **função social da empresa** (grifou-se).

⁵²⁰ LOPES, Ana Frazão de Azevedo. **Op. cit.**, p. 218.

iniciativa e em cuja Constituição não há conceito sequer próximo de função social da propriedade.

O evento, a propósito, representa superação paradigmática em relação a caso clássico do direito societário daquele país, *Dodge v. Ford Motor*, em que os irmãos Dodge, acionistas minoritários da Ford Motor, conseguiram que o judiciário interviesse em decisão administrativa da sociedade empresária, obrigando a distribuição de lucros quando o gestor e controlador pretendia não distribuí-los com vistas a investir no desenvolvimento da produção, com redução potencial de preços aos consumidores em 18% e duplicação da capacidade produtiva⁵²¹.

No direito brasileiro, dada a presença de princípios constitucionais que, por um lado, dão liberdade à iniciativa capitalista, e por outro a limitam (caso da função social), é defensável a intervenção judicial, provocada mesmo pelo Ministério Público, para corrigir rotas de gestão e promover a adequação de políticas empresariais à função social da empresa⁵²².

A Ordem Econômica constitucionalmente consolidada no direito brasileiro alberga princípios da maior relevância para a promoção de uma renovação do modelo de desenvolvimento, em especial tendo em vista a ideia de sustentabilidade, a ponto de se colocar o desenvolvimento sustentável como verdadeiro objetivo do Direito Econômico⁵²³ e de se poder ter no desenvolvimento sustentável a função social da empresa.

Dentre estes princípios se apresenta o da função social da propriedade, tomada em sua ampla acepção, isto é, abrangendo também os contratos e a empresa, posto que representa justamente o contraponto à liberdade de iniciativa capaz de vinculá-la à busca de um desenvolvimento descolado da

⁵²¹ ELHAUGE, Einer. **Op. cit.**, p. 26-27. Excerto do voto da corte é considerado clássico e merece citação: "A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to a reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes." (Idem, p. 27).

⁵²² NEVES, Sergio Luiz Barbosa. Função Social do estado na Administração das Empresas Privadas, **Revista de Direito Empresarial**, p. 157.

⁵²³ BETTI JR., Leonel. O Desenvolvimento Sustentável como Finalidade do Direito Econômico, **Revista de Direito Empresarial**, p. 58.

especulação excessiva⁵²⁴, descolado do oportunismo, voltado à cooperação e que considere, em todas as relações jurídicas firmadas sob a sua égide, os aspectos sociais, econômicos e ambientais envolvidos.

Todavia, até por sua juventude como conceito jurídico, a função social precisa ser tratada com seriedade. Arma notável na luta pela sustentabilidade, seu mau uso pode torná-la letal ao próprio desenvolvimento, tornando obsoleta a própria discussão acerca da sustentabilidade, porque lhe faltaria o pressuposto fundamental, *i. e.*, a presença de desenvolvimento.

Sua indefinição exige enfático esforço doutrinário a fim de evitar seu uso como verdadeiro coringa jurídico, atitude que se em princípio acaba por criar a falsa ilusão de acréscimo de abrangência, logo se mostrará deletéria, na medida em que lhe priva da relevância. É preciso ter clara a diferença entre ampliação do âmbito de aplicação, algo desejável, e a banalização do instituto.

Merece ser mencionada situação processual ensejada por Ação Civil Pública proposta pelo Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro em face de Parmalat S/A. O contexto da demanda foi o do conhecido abalo financeiro sofrido pela empresa no ano de 2003, sendo que sua filial brasileira, hígida, que controlava totalmente a aquisição da produção leiteira em determinada região daquele Estado, deixou de efetuar os pagamentos aos produtores rurais, passando a remeter seu faturamento à matriz⁵²⁵.

Tendo em vista a relevância da empresa na comunidade de que era parte, a decisão dos administradores ensejou sérias consequências econômicas e sociais, atingindo a economia de 85 mil famílias.

Valeu-se o Ministério Público Estadual de Ação Civil Pública para, com a intercessão do Poder Judiciário, voltada à consecução de que a empresa voltasse a atender àquilo que se entendia como sendo a sua função social,

⁵²⁴ Em matéria de especulação é fundamental ter em vista que ela cumpre funções no mercado, como a ampliação da liquidez. Em relação ao combate a seus excessos, Hubert de VAUPLANE assim se posiciona: “La réponse ne peut pas être politique mais comportementale et morale. Il ne s’agit pas de condamner les avantages des marchés à terme ni celui du rôle positif joué par la spéculation dans la liquidité du marché Mais de revenir aux fondamentaux du fonctionnement des marchés financiers, système de financement de l’économie organisant la rencontre de l’offre et de la demanda entre prêteurs et emprunteurs, et non un système d’enrichissement pour quelques uns plaçant leurs liquidités sur les actifs les plus volatils dans l’espoir de gains rapides et faramineux, souvent sur le dos des pays et des populations les plus pauvres “ (VAUPLANE, Hubert de. Lutte contre la spéculation: le retour (inefficace) des vieilles recettes. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, p. 192.).

⁵²⁵ NEVES, Sérgio Luiz Barbosa. **Op. cit.**, p. 143.

aduzindo-se que seu descumprimento permitiria a intervenção do Estado na gestão da empresa⁵²⁶. A base analógica para a medida interventiva foi a própria Lei nº 8.884/1994, em seus artigos 69 e seguintes⁵²⁷, o que permitiria a promoção de intervenção por conta de má administração⁵²⁸.

O pleito liminar foi atendido, decretando-se a indisponibilidade dos bens da empresa ré, justamente com fulcro no fato de que a empresa teria deixado de respeitar sua função social, ensejando mesmo a nomeação de administradores judiciais em caráter interventivo, de modo a recolocar a empresa nas balizas funcionais estabelecidas pelo ordenamento jurídico.

Ante as circunstâncias, acabou-se por assinar Termo de Ajustamento de Conduta em que a empresa se comprometeu a rever sua política de remessa de divisas, adequando-se ao que o Ministério Público entendia como sendo condizente com a sua função social.

Independentemente de aquiescência quanto à medida tomada ter sido a mais eficaz e tendo em vista os severos riscos jurídicos de um uso indiscriminado de medidas incisivas como esta, fato é que a configuração de relevância suficiente, tendo em vista a totalidade dos interesses envolvidos, garante plausibilidade à atuação interventiva, mesmo porque se o ordenamento admite a socialização de um risco individual, como quando permite a recuperação da empresa, não parece impensável que se possa cogitar que o ônus do risco coletivo recaia, em exceção, sobre o indivíduo.

Para além de ser leal, de guardar informações quando a lei assim o exige, de divulgá-las quando se configura o dever de informar, o dirigente societário deve ser *diligente* no sentido de direcionar a empresa no rumo de sua função social. Função esta que não condena, mas exige a produção de resultados financeiros positivos aos investidores, mas pensados como um dos objetivos, não como o único objetivo da atividade empresária, caminhando ao lado da promoção do desenvolvimento sustentável, com atenção às externalidades, e para além do curto prazo.

⁵²⁶ Idem, p. 145.

⁵²⁷ Art. 69. O Juiz decretará a intervenção na empresa quando necessária para permitir a execução específica, nomeando o interventor.

⁵²⁸ PLETI, Ricardo Padovini. Intervenção judicial em S/A: em busca de parâmetros procedimentais, **Revista de Direito Empresarial**, p. 131-132.

5. CONCLUSÃO

Verificou-se que as sociedades anônimas abertas brasileiras estruturam-se em modelo administrativo que conta com duas fontes de emanção de decisões, a diretoria e o conselho de administração, distintos por suas respectivas competências, tendo o primeiro competência mais ampla, atrelada a diretrizes gerais, enquanto que ao segundo cabe a ação executiva, a condução dos negócios da empresa, bem como sua representação.

Outrossim, permitiu aferir que os administradores societários, no direito brasileiro, tanto conselheiros quanto diretores, encontram-se vinculados a uma série de deveres legalmente positivados, que exigem destes que sejam diligentes, que sejam leais, que guardem sigilo quando se espera sigilo e que dêem a máxima publicidade às informações a que têm acesso quando assim for relevante para o bom andamento do mercado.

Apontou-se, ainda, que a referência geral para os deveres dos dirigentes é a atuação do homem ativo e probo, do *bonus paterfamilias* do Direito Romano, uma postura que precisa ser superada, tendo em vista a ampliação do nível de complexidade das sociedades empresárias como também de seu papel social, o que torna mais que razoável exigir-se não a conduta do bom pai de família, mas do administrador competente, isto é, do administrador que respeita os cânones da administração de empresas enquanto ramo do conhecimento.

O modelo brasileiro, como se viu, inspira-se no norte-americano, onde também se encontram as raízes dos deveres societários positivados pela Lei das Sociedades por Ações. Assim, justifica-se o aproveitamento da rica doutrina jurídica norte-americana no que se refere ao Direito Societário e, em especial, ao tema da responsabilidade dos dirigentes, que conta com regras forjadas no decurso do tempo, como a *business judgment rule*, cuja aplicabilidade ao ordenamento brasileiro é perfeitamente viável.

A regra indigitada, a propósito, mostrou-se relevante porque sua configuração pressupõe que o administrador das sociedades é o mais indicado para tomar decisões referentes à gestão do negócio, devendo o Judiciário, com toda as suas limitações quando se tem em vista a apreciação de questões empresariais, isentar-se de promover juízo substitutivo da decisão

administrativa, a menos que descumpridos os requisitos para a incidência da proteção.

Viu-se, ainda, a relevância da questão publicidade-sigilo para a construção de um mercado de capitais ético e a importância de uma fiscalização eficaz da conduta das pessoas que têm acesso a sobreditas informações, a fim de que não se valham destas para a consecução de enriquecimento sem causa legítima.

Neste esteio, apontou-se a relevância da governança corporativa na busca de uma gestão orientada ao respeito a todas as partes relacionadas, demonstrada a partir das produções nacionais e internacionais.

Outrossim, foram expostas as limitações do sistema de responsabilidade vigente, focada na reparação do dano, uma vez que danos patrimoniais de grande vulto são de difícil reparação, já que é pouco provável que o administrador tenha em seu patrimônio bens bastantes para a satisfação dos prejuízos que causar.

Tendo esta consideração em vista é que a busca por um sistema de responsabilidade que assuma algum caráter preventivo, preferencialmente conduzido pela Comissão de Valores Mobiliários, mais afeita à atuação do que o Judiciário, torna-se relevante, de modo a se evitar danos de escala global, como aqueles que se viu (e cujas conseqüências ainda se vê) por conta da crise do *subprime* que, como indigitado, passou pelos gabinetes dos dirigentes societários.

Pôs-se também paralelo entre o rigor na fiscalização da gestão dos entes públicos em relação à relativa liberdade que se dá à atuação dos entes privados, focando-se na função socialmente desempenhada por cada um e em que medida ela representa justificativa para o tratamento diferenciado, em especial no mundo hodierno, com sociedades empresariais cujos orçamentos suplantam em muito o de muitos estados soberanos.

Ademais, a construção de um sistema de responsabilidade, conclui-se, precisa ter em vista que as sociedades empresárias, em especial aquelas de grande porte, devem ter sua conduta pautada no atendimento à função social. Mas esta, por sua vez, deve ser pensada também desde o ponto de vista econômico.

A função primeira e própria *raison-d'être* da atividade empresarial é a produção ou circulação de bens e serviços, sendo inarredável, ao se pensar a empresa sob a ótica funcional, a necessidade de pensá-la considerando o seu desempenho econômico, sob pena de se incorrer em perigosa demagogia.

Aquela função social em direção da qual o administrador deve conduzir a empresa, conforme enuncia o artigo 154 da LSA, não pode ser conceito vazio. Sua presença no dispositivo não é meramente retórica. No entanto, é imperativa a busca de um conceito adequado, que possa reunir todos os fatores que permeiam a empresa, bem como visar a atender, em justa medida, os interesses legítimos de cada uma das partes envolvidas: acionistas, Estado e comunidade. É este o principal do administrador e é a partir dele que se deve aferir, em última *ratio*, a sua responsabilidade.

Para tanto, demonstrou-se a relevância da Análise Econômica do Direito enquanto ferramenta metodológica que agrega à análise dos institutos jurídicos conceitos diferenciados, como a percepção do conflito de agência e uma interpretação da função social da empresa que considere as externalidades positivas e negativas geradas pela atividade empresarial.

A leitura funcional e o sistema de responsabilidade, nesta esteira, precisam ser pensados com vistas ao longo prazo, dedicando-se especial atenção aos negócios de vulto, sobretudo aqueles de natureza especulativa, de modo a não se perder de vista o volume de riqueza real do volume de riqueza estritamente nominal.

Do administrador societário deve-se esperar este compromisso, no cumprimento de cada um dos seus deveres, com este projeto de longo prazo, pautado na sustentabilidade em sentido amplo, que considere os fatores econômicos, porque ínsitos às sociedades empresariais, mas não descuide dos fatores sócio-ambientais.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, J. M. Coutinho de (coord.). **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. Coimbra: Livraria Almedina, 2010.

ANDERSON, Robert A.; FOX, Ivan; TWOMEY, David P. **Business Law** : principles, cases, legal environment. 11^a ed. Cincinnati : South-Western Publishing Co., [s.d.].

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 2001.

AULETTA, iuseppe; SALANITRO, Niccolò. **Diritto Commerciale**. 9^a ed. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1994.

BARRETO FILHO, Oscar. Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, n 24, ano XV (nova série), 1976.

BAINBRIDGE, Stephen M.. Smith v. Van Gorkom. **UCLA School of Law – Law & Economics Research Paper**, Series Research Paper No. 08-13.

BAR-GILL, Oren. The Law, Economics And Psychology Of Subprime Mortgage Contracts (2008). **New York University Law and Economics Working Papers**. Paper 161. Disponível em : <http://lsr.nellco.org/nyu_lewp/161>.

BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista minoritário na sociedade anônima: direito de fiscalização – uma abordagem não dogmática** Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

BERDAH, Jean-Pierre. **Fonctions et responsabilité des dirigeants de sociétés par actions**. Paris : Librairie Sirey, 1974.

BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BERTOLDI, Marcelo M. e RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 5. ed rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

BETTI JR., Leonel. O Desenvolvimento Sustentável como Finalidade do Direito Econômico, **Revista de Direito Empresarial**. Curitiba: Juruá, n. 10, jul./dez. 2008.

BLACK'S LAW DICTIONARY. 4^a ed. St. Paul: Westpublishing Co., 1968.

BLOK, Marcella. Business judgment rule: a responsabilidade dos administradores das Sociedades Anônimas, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XII, n. 46, out.-dez./2009.

BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez-2008.

BORDO, Michael D.. An Historical Perspective On The Crisis Of 2007-2008, **National Bureau Of Economic Research - Working Paper 14569**, Dez. 2008.

BRITO, Alessandro Vicente de. O conselho de administração da sociedade anônima. **Revista de Direito Empresarial**, nº 6, jul-dez/2006. Curitiba: Juruá Editora, 2006.

BULGARELLI, Waldirio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XXII, n. 50, abr.-jun./1983.

CAGNIN, Rafael Fagundes. The housing cycle and U.S. economic growth: 2002-2008. **Estudos Avançados**. 2009, vol.23, n.66, pp. 147-168. ISSN 0103-4014.

CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Forense: Rio de Janeiro, 2002, p. 385-421.

CAMPOBASSO, Gian Franco. **Diritto Commerciale** – Diritto delle società. [s.l.] : UTET, [s.d.].

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. V. 3. São Paulo: Saraiva.

CASTRO, Flávia Almeida Viveiros de. O modelo do bom pai de família e a responsabilidade civil contratual. **Direito, Estado e Sociedade**, n. 15, ago.-dez./1999.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo and FARHI, Maryse. **A crise financeira e o global shadow banking system**. *Novos estud. - CEBRAP* [online]. 2008, n.82, pp. 35-55.

COASE, Ronald H. **The Problem of Social Cost**. Disponível em: <http://www.sfu.ca/~allen/CoaseJLE1960.pdf>. Acesso em 20/02/2011

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, v.2. 9ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

_____. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XII, n. 44, abr.-jun./2009.

COMPARATO, Fábio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. **Revista de Direito Mercantil**, n. 63, Ano XXV (nova série), jul-set/1986.

_____. A reforma da empresa. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XXII, n. 50, abr.-jun./1983.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5ª ed. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. Porto Alegre: Bookman, 2010.

DELFIM NETTO, Antonio. Impacto da crise mundial no direito empresarial: um caso concreto. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano 12, n. 46, out.-dez./2009.

DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo o *insider trading*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano 12, n. 45, jul.-set./2009.

DIAS, José de Aguiar. **Da responsabilidade civil**. V. 1. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1960.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 20ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

DIDIER, Paul; DIDIER, Philippe. **Droit Commercial, Tome 2: Les sociétés commerciales**. Paris: Economica, 2011.

DILLON, Karen. A nova batalha sobre o salário dos executivos. **Harvard Business Review**, v. 87, nº 9, set. 2009.

EIZIRIK, Nelson *et ali*. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. *Insider trading* **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XXII, n. 50, abr.-jun./1983.

_____. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XXIII, n. 56, out.-dez./1984.

ELHAUGE, Einer. Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest. Trabalho apresentado à conferência **Environmental Protection And The Social Responsibility Of Firms**. Massachusetts: Harvard University, 2003. Disponível em: http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/Events/Papers/RPP_2-12-04_Elhauge.pdf>. Acesso em 06/12/2011.

ESCARRA, Jean. **Cours de Droit Commercial**. Paris : Librairie du Recueil Sirey, 1952.

FARHI, Maryse and BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**. 2009, vol.23, n.66, pp. 169-188.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. V. 5. São Paulo: Saraiva, 1961.

FORGIONI, Paula. A interpretação dos negócios empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XLII (Nova Série), n. 130, abr.-jun./2003.

FREITAS, Bernardo Vianna. Ensaio sobre a responsabilidade social corporativa como elemento da regra de julgamento de negócios. **Revista de Direito Empresarial**, n. 15, jan.-jul./2011, p. 13-38.

FRENCH, Derek; MAYSON, Stephen; RYAN, Christopher. **Company Law**. 28ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2011-2012.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, Set./1970.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XVI, n. 26, 1977.

GALVÊS, Ernane. A crise mundial e o mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XII, n. 43, jan.-mar./2009.

GARCIA, Ariovaldo Stropa *et ali*. A história da prisão civil por dívida. **UNOPAR Cient., Ciênc., Juríd. Empres**, Londrina, v. 2, n. 1, p. 49-62, mar. 2001.

GAROUPA, Nino. A análise econômica do direito como instrumento de reforço da independência do Judiciário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano 10, nº 37, jul.-set./2007.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. Rio de Janeiro: Forense, 1961.

_____. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XI, n. 8, 1972.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Impedimento de Administrador em Ação Social “Ut singuli”. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XXI, n. 46, abr.-jun./1982.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª edição. São Paulo: IBGC, 2010.

JOÃO, Juliana. Evolução histórica das sociedades empresariais. In: BERALDO, Leonardo de Faria (org.). **Direito Societário na Atualidade**: aspectos polêmicos. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 15-24.

JOHNSON, Lyman P. Q. Corporate Officers and the Business Judgment Rule. **The Business Lawyer**, v. 60, Washington & Lee University School of Law, fev. 2005

KANDIR, Antonio. A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 12, ano 4, abr-jun/2001.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, o empresário e a nova Lei de S.A. **Revista Forense**, v. 267, ano 75, jul-set/1979. Rio de Janeiro: Forense, 1979.

LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. Relato breve sobre Walther Rathenau e sua obra: “A Teoria da Empresa em Si”, **Revista de Direito Mercantil**, Ano XLI, n. 128, p. 199-202.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O alcance das limitações estatutárias ao poder de representação dos diretores. **Revista de Direito Mercantil**, n. 113, Ano XXXVII (nova série), jan-mar/1999.

_____. Dever de melhores esforços (*best efforts*). **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XLIII, n. 134, abr.-jun./2004.

LEITE FILHO, Fernando Rudge. Da responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas no Direito brasileiro e no comparado. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XII, n. 11, 1973.

LOPES, Ana Frazão de Azevedo. A função social da empresa na Constituição de 1988. In: TIMM, Luciano Benetti; MACHADO, Rafael Bicca (coord.). **Função Social do Direito**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MALLOR, Jane P *et ali*. **Business Law: The Ethical, Global and E-Commerce Environment**, 14^a ed. New York : McGraw-Hill/Irvin , 2010.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. V. 2, Tomo I. 2^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. **Revista Direito GV**, Ano I, n. 1, maio/2005.

MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro em face do mercado internacional, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 43, ano 12, jan-mar/2009.

MASCHERONI, Fernando H.; MUGUILLO, Roberto A. **Régimen jurídico del socio**. Buenos Aires: Editorial Astrea, 1996.

MATA DIZ, Jamille Bergamaschine. A responsabilidade fiscal e o pacto federativo. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, n. 33, ano 8, Revista dos Tribunais, jul.-ago./2000, p. 140-151.

MAZZUCHELLI, Frederico. **A crise em perspectiva: 1929 e 2008**. *Novos estud. - CEBRAP*[online]. 2008, n.82, pp. 57-66. ISSN 0101-3300.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 23^a Ed. São Paulo: Malheiros, 1998.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 18^a Ed. São Paulo: Malheiros, 2005.

MENDONCA, Helder Ferreira de; GALVAO, Délio José Cordeiro and LOURES, Renato Falci Villela. **Regulação e transparência: evidências a partir da crise do subprime**. *Econ. Apl.* [online]. 2011, vol.15, n.1, pp. 23-44.

MIRANDA JÚNIOR, Darcy Arruda. **Breves Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 1977.

MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o regime jurídico na administração nas sociedades simples, limitadas e anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, n. 18, ano 5, out-dez/2002. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

MOREIRA, Egon Bockmann. O princípio da transparência e a responsabilidade fiscal. In: ROCHA, Valdir de Oliveira (coord.). **Aspectos relevantes da Lei de Responsabilidade Fiscal**. São Paulo: Dialética, 2001, p. 129-146.

_____. Reflexões a propósito dos princípios da livre-iniciativa e da função social. In: TIMM, Luciano Benetti; MACHADO, Rafael Bicca (coord.). **Função Social do Direito**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNHOZ, Manoel Eugênio Marques. Considerações em torno da responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras. **Revista Trimestral de Direito Civil**, Ano I, v. 3, jul.-set./2000.

NERY JÚNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código de Processo Civil Comentado**. 10^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NETTO, Nelson Rodrigues. Responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas. **Revista Forense**, Ano XCVII, v. 358, nov.-dez./2001.

NEVES, Sergio Luiz Barbosa. Função Social do estado na Administração das Empresas Privadas. **Revista de Direito Empresarial**, n. 11, jan./jul. 2009.

NORONHA, Fernando. **Direito das Obrigações**. V. 1., São Paulo: Saraiva, 2003.

OTTO, Samira. Responsabilidade social do empresário: a co-gestão dos riscos, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XI, n. 42, out.-dez. 2008, p. 144-155.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. A lei das sociedades anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais. **Revista de Direito Mercantil**, n. 134, ano XLIII (nova série), abr-jun/2004.

_____. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. **Revista de Direito Mercantil**, n. 131, Ano XLII (nova série), jul-set/2003.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. V. 1.. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense: 1976.

PEREIRA, Micheli. A previsibilidade das decisões judiciais como condição para o “desenvolvimento econômico”: tensão entre neoliberalismo e o papel garantidor do Judiciário, **Revista de Direito Empresarial**, n. 15, jan.-jul./2011.

PINHEIRO, Armando Castelar. Magistrados, Judiciário e Economia no Brasil. In: SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio (org.). **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 244-283.

PLETI, Ricardo Padovini. Intervenção judicial em S/A: em busca de parâmetros procedimentais, **Revista de Direito Empresarial**, n. 15, jan.-jul./2011.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Tomo II. Campinas: Bookseller, 2000.

POSNER, Richard. **Overcoming Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1995.

RATHENAU, Walter. Do sistema acionário – uma análise negocial. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XLI, nº 128.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 2º volume. 26ª ed (rer. atual. Rubens Edmundo Requião). São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. A sociedade anônima como “instituição”. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XIV, Nova Série, n. 18, 1975.

_____. A Co-Gestão (a função social da empresa e o estado de direito). **Revista Forense**, Ano LXXIV, n. 262, abr.-jun./1978.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Acordo de acionistas: um breve estudo acerca das modalidades, **Revista da Faculdade de Direito da UFPR**, v. 36, 2001.

_____. **Sociedade de Economia Mista & Empresa Privada: Estrutura e Função**. 1ª ed. (3ª tir.). Curitiba: Juruá, 2009.

_____; GALESKI JR, Irineu . **Teoria Geral dos Contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

RIBEIRO, Milton Nassau. Aspectos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil: histórico comparativo e perspectivas. In: BERALDO, Leonardo de Faria (org.). **Direito Societário na Atualidade: aspectos polêmicos**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 381-402.

RICHARD, Efraín Hugo e MUIÑO, Orlando Manuel. **Derecho societario: sociedades comerciales, civil y cooperativa**. Buenos Aires: Editorial Ástrea, 1998.

RIPERT, G.; ROBLOT, R. **Traité de droit commercial – Les sociétés commerciales**. Tomo 1. V. 2. 19ª ed. Paris: L.G.D.J., 2009.

ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, n. 128, Ano XLI (nova série), out-dez/2002.

RODRIGUES, Silvio. **Direito civil: Responsabilidade civil**. V. 4. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1979.

ROSSI, Maria Cecília *et ali*. Decisões da CVM em matéria societária no período de 2000 a 2006. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano X, n. 37, jul.-set./2007, p. 88-106.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. Função social do contrato: primeiras anotações, **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo: Malheiros, n. 132, 2003.

SANTIAGO, Márcia Andrade. A responsabilidade do administrador de sociedade anônima. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná**, v. 37, 2002, p. 103-115.

SANTOS, Armenio de Oliveira dos; GARRIDO, Elena Pacita Lois; OLIVEIRA, Margere Rosa de. Responsabilidade fiscal: um marco na administração pública. **Revista de Estudos Tributários**, n. 15, nov.-dez./2000, p. 129.

SANTOS, Roseli Rêgo. A Recuperação de Empresas e a Função Social da Empresa na Lei 11.101/05, **Revista de Direito Empresarial**. Curitiba: Juruá, n. 11, jan./jul. 2009.

SARNO, Paula Marina. A criação da CVM e a regulação sobre as companhias abertas: 1976/1986. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano IX, n. 34, out.-dez./2006, p. 219-236.

SCHMIDT, Karsten. **Derecho Comercial**. Tradução da 3ª edição por Federico E. G. Werner. Buenos Aires: Editorial Ástrea, 1997.

SHARFMAN, Bernard S. The enduring legacy of Smith v. Van Gorkom. **Delaware Journal of Corporate Law**, v. 33, 2008.

SILVA, Carlos Eduardo Lins da. **A crise e a nova configuração do poder nas relações internacionais**. *Rev. USP* [online]. 2010, n.85, pp. 30-39.

SKEEL, David A. The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences. **University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research**, nº 10-21. Disponível em : <<http://ssrn.com/abstract=1690979>>. Acesso em 10/12/2011.

SORKIN, Andrew Ross. Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold . Publicada em **The New York Times**, aos 14 dias de setembro de 2008. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html>>. Acesso em: 23 de abril de 2009.

SOUSA, Pedro Oliva Marcílio de. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. **Revista de Direito Mercantil**, n. 126, ano XLI (nova série), abr-jun/2002.

STAZN, Raquel. Law and Economics. In: SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio (org.). **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 74-83.

STOUT, Lynn H. **Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis**. Harvard Business Law Review. Volume 1, Issue 1 (1-317) – Spring 2011.

STURZENEGGER, Luiz Carlos. Apontamentos sobre responsabilidade civil de controladores e administradores de instituições financeiras. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XIV, v. 52, abr.-jun./2011, p. 199-215.

TÁCITO, Caio. A reforma do Estado e a modernidade administrativa. **Revista de Direito Administrativo**, n. 215, p. 1-7, jan.-mar./1999.

TEIXEIRA, Ana Bárbara Costa. **A empresa-instituição**. 2010. 272. fls. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2010. Orientador: Professor Dr. Paulo Salvador Frontini.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Curso de Direito Processual Civil**. V.1. 48ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

TIMM, Luciano Benetti; CAOVIALLA, Renato Vieira. Propriedade e Desenvolvimento: Análise Pragmática da Função Social. **Revista de Direito Empresarial**, n. 14, jul.-dez/2010, p. 11-33.

_____. Direito, Economia e a função social do contrato: em busca dos verdadeiros interesses coletivos protegíveis no mercado do crédito. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, ano 9, nº 33, jul./set. 2006.

_____; MACHADO, Rafael Bicca. Direito mercado e função social. In: TIMM, Luciano Benetti; MACHADO, Rafael Bicca (coord.). **Função Social do Direito**. São Paulo: Quartier Latin, 2009

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. Modificações introduzidas na lei das sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Forense: Rio de Janeiro, 2002, p. 423-452.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1941.

VARELA, Antunes. **Das obrigações em geral**. V. 1. 9ª ed. Coimbra: Livraria Almedina, 1996.

VAUPLANE, Hubert de. Direito dos mercados financeiros. A crise do *subprime*: qual a responsabilidade dos advogados? **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XI, n. 41, jul-set./2008, p. 271-274.

_____. Lutte contre la spéculation: le retour (inefficace) des vieilles recettes. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XII, n. 44, abr.-jun./2009.

VELASCO, Julian. How many fiduciary duties are there in Corporate Law?, **Notre Dame Law School Legal Studies Research Paper**, n. 09-35. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1457804>>.

VIANNA, Marcelo Drügg Barreto; WAISBERG, Ivo. Sustentabilidade e responsabilidade social nas instituições financeiras: princípios do Equador. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XI, n. 41, jul.-set./2008.

WALD, Arnaldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, n. 11, ano 4, jan-mar/2001. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

_____. A evolução do direito societário. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XXXIX (Nova Série), n. 120, out.-dez./2000.

_____. Interesses societários e extra-societários na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. **Revista de Direito Mercantil**, Ano XXIII (Nova Série), n. 55, jul.-set./1984.

_____. O direito da crise e a nova dogmática. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XII, n. 43, jan.-mar./2009.

_____. Sociedade anônima: do regime legal do conselho de administração e da liberdade de votos dos seus componentes, **Revista dos Tribunais**, ano 77, v. 630, abril de 1988.

_____; WALD, Alexandre de Mendonça. A responsabilidade civil do banqueiro (evolução recente da jurisprudência). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, Ano XIII, n. 48, abr.-jun./2010.

WILLIAMSON, Oliver. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. **Journal of Economic Literature**, vol. XXXVIII, set/2000.

ZAITS, Daniela. A responsabilidade dos administradores de sociedades por ações e por quotas de responsabilidade limitada. **Revista dos Tribunais**, Ano 86, n. 740, jul./1997.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos *fiduciary duties* no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil**, Nova Série, Ano XXXVI, n. 109, jan.-mar./1998.

ZUCKERMAN, Aron M.. Securitization Reform: A Coasean Cost Analysis. **Harvard Business Law Review**, v.1, p. 303-317.